

**TIEDONANTOVELVOLLISUUS  
YLEISÖANTINA TOTEUTETUSSA  
JOUKKORAHOITUKSESSA**

Teuvo Viljamaa  
Maisteritutkielma  
Kauppaoikeus  
Oikeustieteiden tiedekunta  
Lapin yliopisto  
2017

# SISÄLLYS

LÄHTEET .....	III
LYHENTEET .....	X
KUVIOT JA TAULUKOT .....	XI
1 JOHDANTO.....	1
1.1 Tutkielman lähtökohdat .....	1
1.2 Tutkimuskysymys .....	3
1.3 Tutkimuksen rajaus .....	4
1.4 Tutkimusmetodi ja lähteet.....	5
1.5 Tutkimuksen oikeudenalayhteydet .....	7
1.6 Tutkielman rakenne .....	8
2 JOUKKORAHOITUS JA YLEISÖANTI .....	9
2.1 Joukkorahoituksen määritelmästä ja muodoista .....	9
2.2 Yleisöanti osakeyhtiön rahoituskanavana.....	12
2.3 Joukkorahoituksen välittäjä yleisöannin järjestämisessä .....	15
2.4 Yleisöantimerkintä sopimuksena .....	19
3 INFORMAATIO JA TIEDONANTOVELVOLLISUUS YLEISÖANNISSA .....	22
3.1 Informaation hyödyntäminen .....	22
3.2 Informaation epäsymmetria yleisöannissa.....	24
3.3 Tiedonantovelvollisuuden sääntely-ympäristö .....	25
3.4 Tiedonantovelvollisuus arvopaperimarkkinoilla.....	27
3.5 Lojaliteettiperiaatteen mukainen tiedonantovelvollisuus .....	28
3.6 Yleisöannin tiedonantovelvollisuutta koskevat säädökset .....	29
4 TIEDONANTOVELVOLLISUUSSÄÄNNÖSTEN SISÄLTÖ .....	37
4.1 Arvopaperimarkkinalain mukainen tiedonantovelvollisuus.....	37
4.2 Joukkorahoituslain mukainen tiedonantovelvollisuus .....	43
4.3 Joukkorahoituksen perustietoasiakirja.....	46
4.4 Kauppalain tiedonantovelvollisuutta koskevat säännökset .....	46
4.5 Kuluttajansuojalain mukainen tiedonantovelvollisuus .....	48
5 TIEDONANTOVELVOLLISUUSSÄÄNNÖSTEN EROAVAISUUDET .....	54
5.1 Tiedonantovelvollisuussäännösten ryhmittely.....	54
5.2 Arvopaperimarkkinalain ja joukkorahoituslain säännökset .....	55
5.3 Kuluttajansuojalain ja arvopaperimarkkinalain säännökset .....	56
5.4 Kuluttajansuojalain ja joukkorahoituslain säännökset.....	58
5.5 Tiedonantovelvollisuussäännösten kehittämistarpeista .....	59
6 SEURAUKSET TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN LAIMINLYÖNNISTÄ .....	63
6.1 Seurausten ryhmittely ja perusteet .....	63
6.2 Kaupan purku ja sopimuksen pätemättömyys .....	63
6.3 Vahingonkorvaus .....	64
6.4 Hallinnolliset seuraamukset.....	65
6.5 Rikosoikeudelliset seuraamukset .....	66
7 JOHTOPÄÄTÖKSET .....	68

# LÄHTEET

## KIRJALLISUUS

*Aarnio, Aulis:* Tulkinnan taito - Ajatuksia oikeudesta, oikeustieteestä ja yhteiskunnasta. Talentum Media Oy, 2006.

*Agrawal, Ajay K.; Catalini, Christian; Goldfarb, Avi:* Some Simple Economics of Crowdfunding. Working paper 19133, NBER working paper series. June 2013. Saatavissa: <http://www.nber.org/papers/w19133> (käyty 6.5.2017)

*Ahvenlampi, Henni:* Mitä kaikkea jakamistalous on? Jakamistalouden oikeudelliset ulottuvuudet opintojakson luentomateriaali, oikeustieteiden tiedekunta, Lapin yliopisto, kevät 2017.

*Annola, Vesa:* Informaatio, sisäpiiri, markkinat. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus informaatioepätasapainosta arvopaperikaupassa. Turun yliopiston Oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Turku, 2005.

*Astola, Tiina:* Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Lakimiesliiton kustannus, 1990.

*Cooter, Robert; Ulen, Thomas:* Law and Economics, 6th edition. Berkeley Law Books, 2016.

*Haarmann, Pirkko-Liisa:* Cederbergin kauppaoikeus – yhäkö pätevä? Lakimies 7-8/2002 s. 1143-1152.

*Harmaala, Minna-Maari; Toivola, Tuija; Faehnle, Maija; Manninen, Petri; Mäenpää, Pasi; Nylund Mats:* Jakamistalous, 1. painos. Alma Talent Oy, 2017.

*Hirvonen, Ari:* Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Yleisen oikeustieteen julkaisuja 17. Helsinki 2011. Saatavissa: [http://www.helsinki.fi/oikeustiede/tutkimus\\_ja\\_julkaisut/julkaisut/yleinen\\_oikeustiede/hirvonen\\_mitka\\_metodit.pdf](http://www.helsinki.fi/oikeustiede/tutkimus_ja_julkaisut/julkaisut/yleinen_oikeustiede/hirvonen_mitka_metodit.pdf) (käyty 26.5.2016)

*Hoppu, Kari:* Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely, 2. painos. Alma Talent Oy, 2004

*Huovinen, Sakari:* Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media. Tutkimus tiedonantovelvollisuuden oikeudellisista ulottuvuuksista. Helsinki, 2004.

*Ibrahim, Darian M.:* Crowdfunding Without the Crowd. William & Mary Law School Research Paper No. 09-347, 2017. Saatavissa: <http://ssrn.com/abstract=2854347> (käyty 29.4.2017)

*Immonen, Raimo; Nuolimaa, Risto:* Osakeyhtiöoikeuden perusteet, 3., uudistettu painos. Alma Talent Oy, 2017.

- Kaisto, Janne:* Oikeustoimiopin perusteet. Kauppakamari, 2015.
- Karhu, Juha; Tolonen, Hannu:* Siviilioikeuden yleiset periaatteet. Teoksessa Varallisuus oikeus, toim. Saarnilehto, Ari. Sanoma Pro Oy, 2012. ss. 71-94.
- Karhu, Juha; Tolonen, Hannu; Ämmälä, Tuula:* Heikomman suoja. Teoksessa Varallisuus oikeus, toim. Saarnilehto, Ari. Sanoma Pro Oy, 2012. ss. 101-108.
- Knuts, Mårten:* Arvopaperimarkkinalaki. Teoksessa Yritysoikeus, toim. Villa, Seppo. Talentum, 2014. ss. 787-856.
- Kurkela, Matti S:* "Representations and Warranties" -ehto ja vastuusta osakekaupassa. Edilex 2013/4, Edilex Publishing Oy, 2013.
- Lauriala, Jari:* Kontrolli, riski ja informaatio. Talentum Media Oy, 2001.
- Lauriala, Jari:* Rahoitusstrategia – modernin rahoitus oikeuden luomat mahdollisuudet. WSOY, 2008.
- Makkula, Janne Jussi:* Osakemerkintä sopimuksena. Opinnäytetyö, Edita Publishing Oy, 2002.
- Mähönen, Jukka; Villa, Seppo:* Osakeyhtiö II, pääomarakenne ja rahoitus, 3. painos. Sanoma Pro Oy, 2012.
- Mähönen, Jukka:* Arvopaperimerkintään perustuva vahingonkorvaus. Oikeustapauskommentti. Oikeustieto 5/2002.
- Mähönen, Jukka:* Lojaliteettivelvollisuus ja tiedonantovelvollisuus. Teoksessa Varallisuus oikeus, toim. Saarnilehto, Ari. Sanoma Pro Oy, 2012. ss. 123-136.
- Mähönen, Jukka:* Onko kauppaoikeudella mitään virkaa? Lakimies 7-8/2015 s. 973-986.
- Mäntysaari, Petri:* Osakeyhtiön sopimusoikeudellinen vastuu osakkeiden merkitsijään nähden. Defensor Legis 2/1999 s. 319-342.
- Mäntysaari, Petri:* Osakeyhtiö toimijana. WSOY Lakitieto, 2002.
- Mäntysaari, Petri:* Kauppaoikeuden teoriasta. Lakimies 3/2014 s. 347-367.
- Norros, Olli:* Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla. Sanoma Pro Oy, 2009.
- Ollila, Aki:* Neuvottelulojaliteetti. Referee-artikkeli. Defensor Legis 6/2016 s. 934-951.
- Parkkonen, Jarmo; Knuts, Mårten:* Arvopaperimarkkinalaki, 5. uudistettu painos. Alma Talent Oy, 2014.
- Pöyhönen, Juha:* Uusi varallisuus oikeus, 2. painos. Talentum Media Oy, 2003.

*Rudanko, Matti:* Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 1998.

*Rudanko, Matti:* Kauppaoikeuden kehityssuuntauksia II. Lakimies 1/1998 s. 68–89.

*Rudanko, Matti:* Yritysjuridiikka – kauppaoikeutta vai liiketaloutta? Lakimies 7-8/2004 s. 1225-1243.

*Schwartz, Andrew:* Crowdfunding Securities. Working Paper Number 13-9, 88 Notre Dame Law Review 1457, 2013. Saatavissa: <http://ssrn.com/abstract=2279175> (käyty 10.10.2017)

*Saarnilehto, Ari; Annola, Vesa:* Sopimuksen tulkinta. Teoksessa Varallisuus oikeus, toim. Saarnilehto, Ari. Sanoma Pro Oy, 2012. ss. 439-460.

*Sillanpää, Matti J.:* Arvopaperien markkinointi ja emissionjärjestäjän vastuu. Teoksessa Sopimus, vastuu, velvoite – Juhlajulkaisu Ari Saarnilehto 1947 – 21/11 – 2007, toim. Ari Saarnilehto. Turun yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta 2007. ss. 321-334.

*Timonen, Pekka:* Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely. Jyväskylä, 1997.

*Turtiainen, Matti:* Näkökulmia joukkorahoituksen sääntelyyn. Teoksessa Oikeuden ja talouden rajapinnassa – Juhlakirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta, toim. Mylly, Ulla-Maija; Nyström, Patrik; Viinikka, Tuija. Edita Publishing Oy 2015. ss. 249-265.

*Turunen, Jaakko:* Oikeuden kollisionormit. Artikkelit liittyen Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan tutkimusprojektiin Lainsäädäntö ja oikeuslähteet. Edilex Publishing Oy, 2004.

*Viitanen, Klaus; Wilhelmsson, Thomas:* Kuluttajaoikeuden pääpiirteet. Teoksessa Yritysoikeus, toim. Villa, Seppo. Talentum, 2014. ss. 1001-1040.

*Villa, Seppo:* Julkisen osakeyhtiön tiedonantovelvollisuus. Teoksessa Juhlajulkaisu Leena Kartio 1934 – 30/8 – 1998, toim. Kumpula, Anne. Turku 1998. ss. 383-398.

## **VIRALLISLÄHTEET**

### **Kotimaiset virallislähteet**

HE 93/1986 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle kappalaiksi

HE 157/1988 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi

HE 254/1998 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä

HE 360/1992 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi kuluttajansuojalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi

HE 56/1998 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoituspalveluyrityksistä annetun lain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta

HE 122/2004 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi kuluttajansuojalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta

HE 109/2005 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiö lainsäädännöksi

HE 32/2008 vp. Ehdotus hallituksen esitykseksi Eduskunnalle laiksi kuluttajansuojalain 2 luvun muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi

HE 32/2012 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi

HE 6/2014 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi rahankeräyslain muuttamisesta

HE 11/2015 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi

HE 46/2016 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle joukkorahoituslaiksi sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi

HE 65/2016 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi

HE 77/2016 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi kuluttajansuojalain muuttamisesta, asunto-omaisuuteen liittyvien kuluttajaluottojen välittäjistä ja eräiden luotonantajien ja luotonvälittäjien rekisteröinnistä sekä eräksi niihin liittyviksi laeiksi

TaVM 16/2016 vp. Talousvaliokunnan mietintö hallituksen esityksestä eduskunnalle joukkorahoituslaiksi sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi

## **Muu kotimainen virallisaineisto**

*Finanssivalvonta:* Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto. Määräykset ja ohjeet 6/2013. Saatavissa:

[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Documents/2013\\_06/06\\_2013\\_M3.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Documents/2013_06/06_2013_M3.pdf) (käyty 12.10.2017)

*Valtiovarainministeriö:* Lausuntopyynnön liite 24.07.2017: Luonnos hallituksen esitykseksi eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi. Saatavissa:

[http://www.hare.vn.fi/Uploads/30208/415472/LAUSUNTOPYYNTO\\_20170724130000\\_415472.PDF](http://www.hare.vn.fi/Uploads/30208/415472/LAUSUNTOPYYNTO_20170724130000_415472.PDF) (käyty 20.10.2017)

## **Euroopan unionin lainsäädäntö**

Euroopan Parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2004/39/EY, annettu 21. huhtikuuta 2004, rahoitusvälineiden markkinoista sekä neuvoston direktiivien 85/611/ETY ja 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivin 93/22/ETY kumoamisesta (MIFID I).

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta ETA:n kannalta merkityksellinen teksti (MIFID II).

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/71/EY, annettu 4 päivänä marraskuuta 2003, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta (esitedirektiivi)

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetetus (EU) N:o 1129/2017, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä ja direktiivin 2003/71/EY kumoamisesta (esiteasetus)

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetetus (EU) N:o 596/2014, annettu 16 päivänä huhtikuuta 2014, markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta (MAR)

## **Ulkomaiset virallislähteet ja muut asiakirjat**

*Euroopan komissio:* Joukkorahoituksen tarjoamien mahdollisuuksien hyödyntäminen Euroopan unionissa, komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle. COM(2014) 172 final, Bryssel 27.3.2014.

*European Commission:* Online Platforms and the Digital Single Market Opportunities and Challenges for Europe, Communication from the commission to the European parliament, the Council, the European economic and social committee and the committee of the regions. COM(2016) 288 final, Brussels 25.5.2016.

## **OIKEUSTAPAUKSET**

### **Korkein oikeus**

KKO 1936-II-503

KKO 1985-II-58

KKO 1993:130

KKO 2003:88

KKO 2007:72

KKO 2009:1

KKO 2013:53

### **Hovioikeudet**

Helsingin HO 21.8.1997, S 96/1653

Helsingin HO 23.4.2002, S 97/704

Helsingin HO 16.9.2004, S 04/1225

Turun HO 29.09.2010, S 09/2792

Vaasan HO 17.04.2013, S 12/681



## MUUT LÄHTEET

Asianajajaliitto: Lausunto luonnoksesta hallituksen esitykseksi eduskunnalle laiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta, laiksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä ja eräiksi niihin liittyviksi laeiksi. Dnro 27/2017. Saatavissa: [https://www.asianajajaliitto.fi/viestinta/tiedotteita\\_ja\\_lausuntoja/lausunto\\_he-luonnoksesta\\_laiksi\\_sijoituspalvelulain\\_muuttamisesta\\_ja\\_laiksi\\_kaupankaynnista\\_rahoytusvalineilla.11145.news](https://www.asianajajaliitto.fi/viestinta/tiedotteita_ja_lausuntoja/lausunto_he-luonnoksesta_laiksi_sijoituspalvelulain_muuttamisesta_ja_laiksi_kaupankaynnista_rahoytusvalineilla.11145.news) (käyty 18.10.2017)

*Ekholm, Riitta*: Joukkorahoitusasetus paransi sijoittajansuojaa, Pörssisäätiö, 16.01.2017. Saatavissa: [http://www.porssisaatio.fi/blog/2017/01/16/joukkorahoitusasetusparansisijoittajan\\_suojaa/](http://www.porssisaatio.fi/blog/2017/01/16/joukkorahoitusasetusparansisijoittajan_suojaa/) (käyty 8.4.2017)

Finanssivalvonnan verkkosivusto: Toimiluvat ja rekisteröinti, Joukkorahoituksen välittäjäksi rekisteröityminen. Saatavissa: [http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Toimiluvat/joukkorahoitus\\_rekisteroituminen/Pages/Default.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Toimiluvat/joukkorahoitus_rekisteroituminen/Pages/Default.aspx) (käyty 8.4.2017)

Finanssivalvonnan valvontaluettelot: Tietoa Finanssivalvonnasta, Valvottavat. Saatavissa: <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Fiva/Valvottavat/Pages/Valvottavat.aspx> (käyty 14.10.2017)

Finanssivalvonnan lehdistötiedote 8.3.2017 – 3/2017. Saatavissa: [http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Lehdistotiedotteet/Pages/03\\_2017.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Lehdistotiedotteet/Pages/03_2017.aspx) (käyty 8.11.2017)

Invesdorin verkkosivusto: The average funding round in 2016. Saatavissa: <https://home.invesdor.com/> (käyty 14.10.2017)

*Pietarila, Päivikki*: Ensimmäinen joukkorahoitusyhtiö pääsi Fivan rekisteriin – kovat kasvuodotukset. Kauppalehti, 12.9.2017. Saatavissa: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/ensimmainen-joukkorahoitusyhtio-paasi-fivan-rekisteriin--kovat-kasvuodotukset/ZKVHytWx> (Käyty 15.9.2017)

## LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki (746/2012)
EU	Euroopan unioni
FFF	Friends, Family & Fools
HE	hallituksen esitys
HO	hovioikeus
IPO	Listautumisasi (engl. Initial Public Offering)
JoukkoRL	Joukkorahoituslaki (734/2016)
KL	Kauppalaki (355/1987)
KSL	Kuluttajansuojalaki (38/1978)
MAR	Market Abuse Regulation (596/2014)
MIFID I	Markets in Financial Instruments Directive (2004/39/EY)
MIFID II	Markets in Financial Instruments Directive II (2014/65/EU)
OikTL	Laki varallisuusoi keudellisista oi keustoimista (228/1929)
OYL	Osa keyhtiö laki (624/2006)
PK-yritykset	Pienet- ja keskisuuret yritykset
RL	Rikoslaki (39/1889)
SopMenL	Laki sopimattomasta menettelystä elinkeinotoiminnassa (1061/1978)
vAML	vanha Arvopaperimarkkinalaki (495/1989, kumottu)
VM	Valtiovarainministeriö
VMa	Valtiovarainministeriön asetus

## KUVIOT JA TAULUKOT

### Kuviot

Kuvio 1: Voimassa oleva ja ehdotettu uusi esitesääntely	s. 42
---	-------

### Taulukot

Taulukko 1: Yleisöannin tiedonantovelvollisuutta sääntelevät lait	s. 34
Taulukko 2: Yleisöannin tiedonantovelvollisuutta koskevat säännökset	s. 54
Taulukko 3: Tiedonantovelvollisuussäännösten eroavaisuudet	s. 60

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tutkielman lähtökohdat

Joukkorahoituksen suosio yritystoiminnan rahoitusmuotona on kasvanut merkittävästi viime vuosina. Vuoden 2016 aikana Suomen joukkorahoitusmarkkinat ovat yli kaksinkertaistuneet.<sup>1</sup> Kansainvälisesti joukkorahoituksen suosio on kasvanut jo pidempään ja kasvun ennustetaan jatkuvan. Joukkorahoituksen kasvun ja uusien joukkorahoitusmuotojen synnyn ovat mahdollistaneet verkkoyhteiskunnan kehitys ja erityisesti Internet sekä sosiaalinen media. Joukkorahoituksen suosion kasvun taustalla voidaan nähdä myös vuoden 2008 kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden kriisi sekä siitä seuranneet pankkien vakavaraisuusvaatimusten ja yrityksille myönnettävän pankkirahoituksen ehtojen kiristyminen.<sup>2</sup>

Joukkorahoituksen ominaispiirteenä on, että rahoitusvarat kerätään suhteellisen pieninä summina suurelta joukolta ihmisiä halutun rahoitusmäärän saavuttamiseksi.<sup>3</sup> Joukkorahoitus on laaja yleiskäsite rahoituskanaville, joiden toiminta voi sisällöllisesti poiketa toisistaan huomattavasti.<sup>4</sup> Eri joukkorahoitusmuotoja ovat vastikkeeton lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus sekä vastikkeelliset hyödyke-, laina- ja sijoitusmuotoiset joukkorahoitukset.

Joukkorahoituksen ominaispiirteisiin kuuluu myös se, että joukkorahoituskampanja järjestetään Internetissä. Tyypillisesti kampanja järjestetään palvelualustan kautta, jolloin palvelualustan tarjoaja toimii joukkorahoituksen välittäjänä. Sijoittaja tekee sijoituspäätöksensä pitkälti Internetissä esitetyn materiaalin perusteella eikä sijoittajan ja sijoituksen saajan välillä ole aina suoraa yhteyttä. Sijoittajansuojan näkökulmasta toiminnassa korostuu rahoituksen hakijan tiedonantovelvollisuus, koska rahoitusta hakevalla on luonnollisesti hallussaan sellaista tietoa, jota yksittäisellä sijoittajalla ei ole. Joukkorahoituksessa tästä informaation epäsymmetriasta johtuvat ongelmat

---

<sup>1</sup> VM tiedote 28.12.2016

<sup>2</sup> Turtiainen 2015, s. 250.

<sup>3</sup> Euroopan komissio 2014, s. 3.

<sup>4</sup> HE 46/2016 vp, s. 14.

korostuvat, koska yksittäisen sijoittajan sijoittamat rahasummat ovat usein pieniä eikä hänellä ole välttämättä halua ja osaamista arvioida sijoituspäätökseen liittyviä riskejä. Pahimmillaan epäsymmetrisestä informaatiosta johtuvat ongelmat ja niiden vaikutukset yrityksen arvoon voivat johtaa haitalliseen valikoitumiseen siten, että hyvät menestymismahdollisuudet omaavat yritykset alkavat välttää joukkorahoitusta ja vain huonot menestymismahdollisuudet omaavat yritykset hakevat pääomaa joukkorahoituksen avulla. Voimakkaasti epäsymmetrinen informaatio voi johtaa myös moraalikattoon ja suoranaisiin väärinkäytöksiin. Sekä haitallinen valikoituminen että moraalikato heikentävät joukkorahoitustoimialan toimintaedellytyksiä ja voivat johtaa koko markkinan epäonnistumiseen.<sup>5</sup>

Joukkorahoitus ei ole varsinaisesti uusi tapa kerätä rahaa: yritykset ovat ennenkin hakenneet rahoitusta laskemalla liikkeeseen ja tarjoamalla yleisön merkittäviksi tai ostettavaksi erilaisia rahoitusvälineitä. Yksi tyypillinen tapa oma pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimiseksi ja yhtiön osakkeenomistajapiirin laajentamiseksi on yleisölle avoimen suunnatun osakeannin järjestäminen. Internetin ja sosiaalisen median myötä tällaisen yleisöannin markkinointi on kuitenkin muuttunut siten, että osakkeita voidaan helposti mainostaa ja tarjota hyvin suurelle joukolle ihmisiä. Tästä johtuen on tullut tarpeelliseksi tarkastella tällaiseen toimintaa liittyvää lainsäädäntöä erityisesti rahoituksen saajan tiedonantovelvollisuuden ja sijoittajansuojan näkökulmista. Lisäksi Internetissä toimivan palvelualustan avulla tapahtuvaan joukkorahoituksen keräämiseen liittyy sellaisia erityispiirteitä, joita aikaisemmassa lainsäädännössä ei ole osattu ottaa huomioon. Suomessa ja useissa muissa maissa onkin viime vuosien aikana kiinnitetty huomiota joukkorahoitusta sääntelevän lainsäädännön uudistustarpeisiin ja toteutettu lainsäädäntöhankkeita tilanteen parantamiseksi. Lainsäädännön uudistamisella on pyritty yhtäältä joukkorahoitukseen liittyvän sijoittajansuojan ja kuluttajasuojan parantamiseen sekä toisaalta joukkorahoituksen käytön helpottamiseen yritysten rahoituskanavana. Joukkorahoituksen monimuotoisuudesta johtuen joukkorahoituksen piiriin kuuluvaa toimintaa säädellään kuitenkin useissa säädöksissä ja sovellettavaksi tuleva lainsäädäntö näyttäisi joissakin tapauksissa olevan riippuvainen rahoituskampanjalle valitusta järjestämistavasta. Tällaista lainsäädännön mahdollistamaa ”lainvalintaa”

---

<sup>5</sup> Agrawal – Catalini – Goldfarb 2013, s. 21.

voidaan pitää ongelmallisena erityisesti siinä tapauksessa, mikäli eri säännösten mukainen tiedonantovelvollisuus ja tosiasiallinen sijoittajansuoja poikkeavat toisistaan.

## **1.2 Tutkimuskysymys**

Tutkimukseni tutkimuskysymyksenä on tiedonantovelvollisuuden sisältö yksityisen osakeyhtiön järjestämässä yleisöannissa. Käsittelen tässä tutkimuksessa sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen ja yleisöantiin liittyvää sääntelyä rahoituksen saajan tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta. Tutkimustehtävänä on tutkia vastikään voimaantulleeseen joukkorahoituslain (734/2016) sekä arvopaperimarkkinalain (746/2012), kauppalain (355/1987) ja kuluttajansuojalain (38/1978) sisältämien tiedonantovelvollisuutta koskevien säännöksiä sisällön eroavaisuuksia. Tutkin myös eri säädöksissä olevia tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnin seurauksia koskevia säännöksiä. Lisäksi tehtävänä on selvittää yleisöannin järjestämistavan vaikutusta sovellettavaksi tulevan lainsäädännön määräytymiseen. Tutkimustehtävänä on myös selvittää, ovatko lainsäädännön eroavaisuudet perusteltuja lain tarkoituksen näkökulmasta vai tulisiko tiedonantovelvollisuutta koskevia säännöksiä yhtenäistää tai muuttaa niiden soveltamisalaa.

Keskityn tutkimuksessani pääasiassa voimassa olevassa lainsäädännössä säädetyn tiedonantovelvollisuuden tarkasteluun. Tarkastelun kohdistuu erityisesti yksityisen osakeyhtiön tiedonantovelvollisuuteen arvopaperimarkkinoiden ulkopuolella järjestetyssä yleisöannissa. Koska osakemerkintää voidaan tarkastella myös yhtiön ja sijoittajan välisenä sopimuksena, käsittelen lyhyesti myös sopimusoikeuden periaatteiden soveltumista ja soveltamista yleisöannissa tapahtuvaan osakemerkintään.

### 1.3 Tutkimuksen rajaus

Tiedonantovelvollisuus on lainsäädännössä tärkeä keino sijoittajan-, asiakkaan- ja kuluttajansuojan toteuttamiseksi.<sup>6</sup> Rahoituksen hakijan tiedonantovelvollisuutta tulee korostaa, koska rahoitusta hakevalla on luonnollisesti hallussaan paljon sellaista sijoituspäätöksen kannalta merkityksellistä tietoa, jota yksittäisellä sijoittajalla ei ole. Oikean ja riittävän informaation saatavuus on perustavanlaatuinen edellytys mahdollisuuteen tehdä rationaalisia sijoituspäätöksiä. Lainsäädännön tiedonantovelvollisuutta koskevilla säännöksillä pyritään varmistamaan se, että sijoittajalla on sijoituspäätöstä tehdessään käytettävissään riittävät ja olennaiset tiedot sijoituspäätöksensä perustaksi. Sijoittajansuojaa koskevalla sääntelyllä pyritään myös tasapainottamaan toimintaan siten, että sijoittajan riskejä vähennetään tehokkaan toiminnan mahdollistamiseksi ja yhteisten hyötyjen maksimoimiseksi. Tarkastelen tässä tutkimuksessa sijoittajansuojaa vain informaation saatavuuden näkökulmasta ja rajaan sijoittajansuojan yleisen käsittelyn tämän tutkimuksen ulkopuolelle. Koska julkisten yhtiöiden arvopaperimarkkinoiden sääntelyn mukaisesta tiedonantovelvollisuudesta on saatavilla runsaasti oikeuskirjallisuutta, rajaan arvopaperipörssiin ja julkisiin yhtiöihin liittyvän tarkastelun tämän tutkimuksen ulkopuolelle ja käsittelen aihetta vain yksityisen osakeyhtiön näkökulmasta.<sup>7</sup>

Kysymys tiedonantovelvollisuudesta ja sijoittajansuojasta korostuu erityisesti sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa, koska siinä sijoitukset ovat yleensä kestoaltaan pitkäaikaisia ja sijoittajan tuotto-odotukset perustuvat yhtiön osakkeiden arvonnousuun sekä yhtiön osingonmaksukykyyn. Joukkorahoituksessa myös informaation epäsymmetria on usein huomattava. Lisäksi sijoittajansuojan tarvetta sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa lisää vielä se seikka, että hankituille yritysten osakkeille ei ole yleensä tehokasta jälkimarkkinaa.<sup>8</sup> Lainamuotoisessa yritystoiminnan joukkorahoituksessa sijoituksen riskeihin ja sijoittajansuojaan liittyvät kysymykset ovat yksinkertaisempia koskien lähinnä luottotappioriskiä, joten rajaan lainamuotoisen

---

<sup>6</sup> HE 32/2012 vp, s. 75 ja HE 46/2016 vp, s. 77.

<sup>7</sup> Tiedonantovelvollisuudesta arvopaperimarkkinoilla ja ensimarkkinoilla ovat kirjoittaneet mm. Parkkonen – Knuts (2014), Norros (2009), Hoppu (2004), Huovinen (2004), Lauriala (2001 ja 2008), Rudanko (1998) ja Villa (1998).

<sup>8</sup> Turtiainen 2015, s. 256.

joukkorahoituksen sääntelyn tarkastelun tämän tutkimuksen ulkopuolelle, vaikka se kuuluukin joukkorahoituslain sääntelyalaan.

Yleisöanti on osakeyhtiölain (624/2006) 9 luvun säännösten määrittelemä maksullinen suunnattu osakeanti, jonka järjestämisessä tulee noudattaa osakeyhtiölain säännöksiä. Osakeyhtiölaki sääntelee osakeyhtiön perustamista, toimintaperiaatteita, hallintoa ja rahoitusta sekä osakkeenomistajien suhdetta yhtiöön. Sen 9 luvun 8 §:ssä säädetään osakkeenomistajan oikeudesta saada tietoja osakeantipäätöksestä eli yhtiön tiedonantovelvollisuudesta. Kyseisen lainkohdan säännökset koskevat kuitenkin ainoastaan suksessiivimerkintää ja sen mukainen tiedonantovelvollisuus soveltuu ainoastaan suhteessa osakkeenomistajaan.<sup>9</sup> Kyse ei ole siten tiedonantovelvollisuudesta suhteessa uusiin sijoittajiin, kuten joukkorahoituslaissa. Vaikka osakeyhtiölain ja kirjanpitolain (1336/1997) tilinpäätöstä ja toimintakertomusta koskevat säännökset määrittävät osaltaan yhtiön tiedonantovelvollisuutta suhteessa yhtiön ulkopuolisiin, jätän näiden tarkastelun tämän tutkimuksen ulkopuolelle yksittäisiä viittauksia lukuun ottamatta, koska kyseisissä säännöksissä ei ole kyse tiedonantovelvollisuudesta nimenomaisesti suhteessa uusiin sijoittajiin.<sup>10</sup> Myös yleisöantiin liittyvät yhtiöoikeudelliset asiat olen rajannut tämän tutkimuksen ulkopuolelle.

#### 1.4 Tutkimusmetodi ja lähteet

Tutkimukseni on lähtökohdiltaan oikeusdogmaattinen eli lainopillinen, koska käsittelen siinä voimassa olevan lainsäädännön sisältöä. Lainoppi tutkii sitä, mikä on voimassa olevaa oikeutta ja mikä merkitys laista ja muista oikeuslähteistä löytyvillä oikeussäännöillä on.<sup>11</sup> Oikeusdogmatiikan tehtäväksi on perinteisesti määritelty oikeussääntöjen sisällön selvittäminen eli tulkinta ja oikeussäännösten systematisointi.

---

<sup>9</sup> HE 109/2005 vp, s. 107. Suksessiivimerkitä tarkoittaa tilannetta, jossa kaikki merkintään oikeutetut eivät merkitse osakkeitaan osakeannista päättävässä kokouksessa.

<sup>10</sup> Osakeyhtiölain 8 luvussa säädetään tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen laatimisesta sekä niiden rekisteröinnistä. Lain esitöiden mukaan kyse on sellaisista tilinpäätöksen laadintaa ja rekisteröintiä koskevista velvoitteista, joista ei ole tarkoituksenmukaista säätää kaikkia kirjanpitovelvollisia koskevassa kirjanpitolainsäädännössä. Asetetulla tiedonantovelvollisuudella turvataan yhtiön jäsenten ja ulkopuolisten etuja julkistamisdirektiivin (68/151/ETY) ja tilinpäätösdirektiivin (78/660/ETY) mukaisesti. Ks. HE 109/2005 vp, s. 9-10 ja 92.

<sup>11</sup> Hirvonen 2011, s. 23.



Näitä kahta osa-aluetta kutsutaan lainopin praktiseksi ja lainopin teoreettiseksi ulottuvuudeksi. Puhutaan myös käytännöllisestä ja teoreettisesta lainopista.<sup>12</sup> Tässä tutkimuksessa sovellan pääasiassa käytännöllistä lainoppia eli tutkin ja tulkitSEN oikeussääntöjä.

Lainopin tutkimuskohteena ovat oikeusnormit, joiden sisältöä selvitetään tulkitsemalla oikeusnormilauseita. Nykyisin lainopissa oikeusnormeihin katsotaan kuuluvan sekä oikeussäännöt että oikeusperiaatteet. Lainoppiin kuuluu siis myös oikeusperiaatteiden punninta ja niiden yhteensovittaminen. Lainopin tarkoituksena on tuottaa punninta- ja tulkintakannanottoja.<sup>13</sup> Lainoppia voidaan siten luonnehtia tulkintatieteeksi, joka tutkii oikeudellisia tekstejä.<sup>14</sup>

Lainopin keskeisin tutkimusmenetelmiä on tulkinta, jossa tärkeimpinä työkaluina ovat tulkintaperiaatteet.<sup>15</sup> Käytän tässä tutkimuksessa tulkintametodina pääasiassa sanamuodon mukaista tulkintaa, mutta pyrin peilaamaa sitä teleologiseen eli tarkoituspäätösoikeudelliseen tulkintaan sekä systemaattiseen tulkintaan.

Voimassa olevan lainsäädännön sisällön selvittämisen lisäksi pyrin tutkimuksessani myös de lege ferenda -tarkastelun pohjalta esittämään mahdollisia muutostarpeita tiedonantovelvollisuuden sääntelyn yhtenäistämiseksi.

Tutkimukseni lähteinä käytän pääasiassa lainsäädännön esitöitä sekä oikeus- ja taloustieteen kirjallisuutta. Lisäksi käytän kotimaisia ja ulkomaisia virallislähteitä sekä muuta joukkorahoitustoimialaa käsittelevää kirjallista materiaalia. Kotimaista joukkorahoitusta kokevaa oikeuskirjallisuutta on olemassa huomattavan vähän, koska Internetissä toimivia palvelualustoja hyödyntävä joukkorahoitus on ilmiönä Suomessa uusi. Pyrin myös tukeutumaan tiedonantovelvollisuutta koskevaan oikeuskäytäntöön.

---

<sup>12</sup> Aarnio 2006, s. 238.

<sup>13</sup> Hirvonen 2011, s. 24.

<sup>14</sup> Hirvonen 2011, s. 38.

<sup>15</sup> Hirvonen 2011, s. 36, s. 38–40 tulkintaperiaatteita ovat: 1) sanamuodon mukainen tulkinta, 2) systemaattinen tulkinta, 3) historiallinen tulkinta, 4) vertaileva tulkinta, 5) supistava ja laajentava tulkinta, 6) analoginen tulkinta, 7) teleologinen tulkinta ja 8) arvoperusteinen tulkinta.

## 1.5 Tutkimuksen oikeudenalayhteydet

Tutkimukseni aihe kuuluu kauppaoikeuden alaan. Kauppaoikeus on Suomessa yliopistollinen oppiaine, jonka keskeisinä osa-alueina ovat yhteisöoikeus, immateriaalioikeus, kilpailuoikeus, markkinaoikeus ja kuluttajansuoja.<sup>16</sup> Kauppaoikeus oikeudenalana ei ole kuitenkaan sama asia kuin kauppaoikeus oppiaineena. Kauppaoikeus on oikeudenalana vuosien saatossa muuttunut ja kehittynyt sisällöltään ja ulottuvuuksiltaan. Myös sen asema itsenäisenä oikeudenalana on usein kyseenalaistettu.<sup>17</sup> Nykyäänkin se koostuu toisistaan varsin etäällä olevista erityisaloista, mistä johtuen mistään kauppaoikeuden yleisistä opeista ei voida puhua.<sup>18</sup> Kuitenkin kauppaoikeutta voidaan ongelmakeskeisellä perusteella myös pitää muusta siviilioikeudesta erotettu oikeusalana, sillä sen kohteena on yrityksen toimintaympäristö.<sup>19</sup>

Tutkimuksellani on yhteyksiä useisiin kauppaoikeuden piiriin kuuluviin erityisaloihin ja erillisiin oikeudenaloihin, kuten yhtiöoikeuteen, arvopaperimarkkinaoikeuteen, sopimusoikeuteen ja informaatio-oikeuteen. Yhtiön rahoituksesta ja suunnatusta osakeannista säädetään osakeyhtiölaissa ja se on yhtiöoikeudellista normistoa. Myös arvopaperimarkkinoita koskevat oikeudelliset kysymykset on usein käsitelty osana yhtiöoikeutta, koska osake arvopaperimarkkinaoikeudellisena instrumenttina on yhtiöoikeuden ytimessä.<sup>20</sup> Arvopaperimarkkinaoikeuden voidaan kuitenkin katsoa eriytyneen yhtiöoikeudesta erilliseksi omaksi oikeudenalakseen, joka tutkii arvopapereihin liittyviä kaupankäyntimenettelyjä ja siihen osallistuvien osapuolten toiminnan sääntelyä.<sup>21</sup> Sijoittajansuoja ja tiedonantovelvollisuus ovat olennaisia

---

<sup>16</sup> Rudanko 2004, s. 1227 ja Haarmann 2002, s. 1150.

<sup>17</sup> Mähönen toteaa johtopäätöksensä, että kauppaoikeus on tänä päivänä sekä tarpeeton että harhaanjohtava oikeusjärjestystä hahmottavana oikeudenalana, jos oikeudenaloista ylipäättään halutaan puhua. Ks. Mähönen 2015, s. 985. Mäntysaari on jakanut kauppaoikeuden kahteen tutkimussuuntaan, normilähtöiseen ja johtamislähtöiseen, ja kehittää kauppaoikeuden teoriaa ja yleistä osaa johtamislähtöisen kauppaoikeuden pohjalta, joka kuvaa yrityksen toimintaa eikä muodostu oikeusnormeista eikä siten mahdu perinteisen oikeudenalajaottelun puitteisiin. Ks. Mäntysaari 2014, s. 354-363.

<sup>18</sup> Haarmann 2002, s. 1151.

<sup>19</sup> Rudanko 2004 s. 1227 ja Haarmann 2002, s. 1152. Jo Cederberg tarkasteli kauppaoikeuden suhdetta muuhun siviilioikeuteen Lakimiehessä vuonna 1925 julkaistussa artikkelissaan ”Kauppaoikeuden suhde muuhun siviilioikeuteen” ja nosti esiin yrityksen käsitteen kauppaoikeuteen kuuluvaksi katsottujen erityisnormien yhtenäisenä näkökantana. Ks. Haarmann 2002, s. 1143.

<sup>20</sup> Annola 2005, s.41-42.

<sup>21</sup> Annola 2005, s. 43-44. Annola viittaa tutkimuksessaan Sillanpään vuonna 1997 ja Timosen vuonna 1998 julkaistuihin tutkimuksiin ja arvopaperimarkkinaoikeuden määrittelyihin.

käsitteitä arvopaperimarkkinaoikeudellisessa sääntelyssä. Tiedonantovelvollisuuden voidaan katsoa liittyvän myös sopimusoikeuden lojaliteettiperiaatteeseen. Lisäksi yleisöannissa tapahtuvaa osakemerkintää voidaan tarkastella sopimuksena ja tutkia sitä sopimusoikeuden periaatteiden valossa. Koska tutkimuksessani tutkitaan sääntelyä, jonka kohteena on informaatio ja sen ilmoittaminen, voidaan tutkimuksellani katsoa olevan liitانتä myös informaatio-oikeuteen.

## **1.6 Tutkielman rakenne**

Tutkielman alussa esittelen tutkielman taustaa sekä perustelen tutkimusaiheen valintaa ja aiheen rajausta. Lisäksi esittelen tutkimuksessa käytettäviä metodeja ja tutkimuksen oikeudenalaa. Tutkielman toisessa luvussa käsittelen joukkorahoitusta käsitteenä ja yleisöantia osakeyhtiön rahoituksen hankkimisessa. Vertailen joukkorahoituksen välittäjän avustuksella tapahtuvaa yleisöantia osakeyhtiön itsensä järjestämään yleisöantiin. Lisäksi esitän määritelmän tässä tutkielmassa käytettävälle käsitteelle joukkorahoitus. Kolmannessa luvussa tarkastelen informaation ja informaation epäsymmetrian merkitystä yleisöannilla toteutetussa rahoituksen hankkimisessa sekä tiedonantovelvollisuutta käsitteenä. Lisäksi esittelen tiedonantovelvollisuuden sääntely-ympäristöä ja yleisöannin tiedonantovelvollisuuteen liittyviä säädöksiä ja niiden soveltamisaloja. Tutkielman neljännessä luvussa tutkin ja tulkiten arvopaperimarkkinalain, joukkorahoituslain, kauppalain ja kuluttajansuojalain tiedonantovelvollisuutta koskevien säännösten sisältöä ja tarkastelen niiden sovellettavuutta eritavoin toteutetuissa yleisöanneissa. Viidennessä luvussa esitän yleisöantiin liittyvien säännösten ryhmittelyn ja tarkastelen arvopaperimarkkinalain, joukkorahoituslain ja kuluttajansuojalain tiedonantovelvollisuutta koskevien säännösten sisällöllisiä eroavaisuuksia. Lisäksi analysoin eri säännösten eroavaisuuksien merkitystä ja esitän näkemykseni lainsäädännön kehittämistarpeista. Kuudennessa luvussa käsittelen rahoituksen hakijan vastuuta tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnistä ja lainsäädännön mahdollistamia laiminlyönnistä aiheutuvia seuraamuksia. Viimeisessä luvussa esitän yhteenvedon tutkimuksen tuloksista ja johtopäätelmistä.

## 2 JOUKKORAHOITUS JA YLEISÖANTI

### 2.1 Joukkorahoituksen määritelmästä ja muodoista

Joukkorahoitukselle ei ole täysin vakiintunutta yleispätevää määritelmää. Termiä joukkorahoitus käytetään usean hyvin erilaisen rahankeräysmuodon yhteydessä.<sup>22</sup> Joukkorahoitustoiminnalla voidaan katsoa olevan liityntä yhtäältä jakamistalouteen<sup>23</sup> ja toisaalta joukkoistamiseen<sup>24</sup>. Näkemykseni mukaan jakamistalouden ideologiat ja joukkoistamisen hyödyt eivät kuitenkaan toimi, kun kysymys on elinkeinotoiminnan rahoittamisesta joukkorahoituksella, koska sijoitustoiminta ei ole lähtökohtaisesti pääomien jakamista vaan tuoton tavoittelua ja joukkoistamisella tavoiteltu kollektiivisen viisauden hyödyntäminen ei onnistu sijoitustoiminnassa laumakäyttäytymisestä ja muista käyttäytymispsykologisista syistä johtuen.<sup>25</sup> Joukkorahoituksen voidaan katsoa olevan myös alustataloutta eli digitaalisia alustoja hyödyntävää toimintaa, jossa joukkorahoituksen välittäjä tarjoaa alustan rahoitustuotteiden markkinoimiseksi ja tarjoamiseksi.<sup>26</sup>

Kun tarkastellaan joukkorahoitustoiminnan tarkoitusta ja luonnetta yritysrahoituksessa, voidaan todeta, että kyseessä ei ole varsinaisesti uusi tapa kerätä rahaa.<sup>27</sup> Osakeyhtiömuodon yksi keskeinen tarkoitus on mahdollistaa yritystoiminnan eräänlainen joukkorahoitus ja vuonna 1912 perustettua Helsingin pörssiä voidaan

---

<sup>22</sup> HE 46/2016 vp, s. 5.

<sup>23</sup> Jakamistaloudella (engl. sharing economy, collaborative economy) tarkoitetaan pääosin tietoverkon palvelu- ja yhteisöalustojen välityksellä tapahtuvaa vuorovaikutusta, jossa muodostuu taloudellista arvoa, ydinajatuksina vakaakäytössä olevien resurssien tehokkaampi hyödyntäminen, siirtymä omistajuudesta käyttöoikeuksiin sekä vertaistoiminta ja -tuotanto. Ks. Harmaala et al. 2017, s. 15 ja 20. Jakamistalous on taloustieteellisin termein nimenomaan pääoman käyttöasteen nostamista, joten keskeisintä jakamistaloudesta puhuttaessa ovat käyttöoikeus ja sopimukset toimijoiden välillä eikä niinkään omistaminen. Ahvenlampi 2017, s. 2. Näkemykseni mukaan

<sup>24</sup> Joukkoistamisella (engl. crowdsourcing) tarkoitetaan avoimelle ihmisjoukolle ratkaistavaksi annettua ongelmaa tai tehtävänantoa, jolla ylitetään asiantuntijoiden ja asianharrastajien välinen kuilu. Ks. Harmaala et al. 2017, s. 15.

<sup>25</sup> Joukkorahoituksen (engl. crowdfunding) voidaan olevan alkuperäiseltä idealtaan joukkoistamista, jossa hyödynnetään suuren joukon tietoja ja kollektiivista viisautta (engl. collective wisdom). Joukkoistamisella saadun tiedon hyödyntämistä sijoittamisessa haittaa kuitenkin merkittävästi muun muassa sijoittajien laumakäyttäytyminen (engl. herd behavior). Ks. Ibrahim 2017, s. 111, 118-121 ja Schwartz 2013, s. 1459.

<sup>26</sup> Alustataloudella (engl. platform economy) tarkoitetaan verkkoalustoja hyödyntävää toimintaa, joka tyypillisesti luo uusia markkinoita, haastaa olemassa olevia toimintatapoja ja hyödyntää käyttäjäverkostoaan arvonnluonnissa. Ks. European Commission 2016, s. 2.

<sup>27</sup> HE 46/2016 vp, s. 7.

ajatella alustapalveluna rahoituksen keräämiseksi laajalta joukolta suhteellisen pieninä summina. Joukkorahoituksen perinteisestä varojen keruusta erottavana olennaisena piirteenä voidaan pitää Internetin tehokasta käyttöä varojen hankkimisessa suuremmalta joukolta sijoittajia. Joukkorahoitusta voidaankin pitää perinteisimpien rahoitustapojen, kuten FFF-rahoituksen digitaalisena versiona.<sup>28</sup>

Joukkorahoituksen kaikkein olennaisimmaksi ominaispiirteeksi voidaan määritellä se, että rahoitusvarat pyritään keräämään suhteellisen suurelta yleisöltä.<sup>29</sup> Vaikka joukkorahoituksen keräämien tapahtuukin yleensä Internetiä hyödyntäen, voidaan joukkorahoituksen keräämisen tarkoituksessa yleisölle esittää avoin pyyntö myös esimerkiksi sanomalehtien välityksellä.<sup>30</sup> Mielestäni joukkorahoituksen käsitettä ei tulisi lähtökohtaisesti rajoittaa koskemaan vain suhteellisen pieninä summina kerättävään rahoitukseen eikä myöskään rahoitukseen osallistuvan joukon kokoon. Toimintaan osallistuvien suhteiden sääntelyn kannalta ei tulisi olla olennaista merkitystä sillä, kuinka moni lopulta osallistuu tarjottuun joukkorahoitushankkeeseen.<sup>31</sup> Joukkorahoitukseksi katsottavalta toiminnalta ei tulisi mielestäni myöskään edellyttää tietynlaisessa toimeksiantosuhteessa toimivan välittäjän osallistumista toimintaan. Näkemykseni mukaan joukkorahoituksen määritelmään voidaan sisällyttää rahoituksen hakeminen ennalta määräämättömän kohderyhmän lisäksi myös ennalta määritetyltä hyvin laajalta kohderyhmältä.<sup>32</sup> Määrittelenkin joukkorahoituksen toiminnaksi, jossa kerätään rahoitusta tiettyyn määriteltyn tarkoitukseen tarjoamalla osallistumismahdollisuutta suhteellisen suurelle joukolle toimijoita.

Joukkorahoituslain soveltamisala on rajattu sen 1 §:n mukaisesti koskemaan vain vastikkeellista laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta, jossa varoja kerätään elinkeinotoiminnan rahoittamiseksi. Lisäksi joukkorahoituslain soveltamisala on sen

---

<sup>28</sup> HE 46/2016 vp, s. 92. FFF-rahoituksella tarkoitetaan epämuodollisia yrityksen perustajan lähipiiriin kuuluvia rahoittajia (friends, family & fools).

<sup>29</sup> Ks. Euroopan komissio 2014, s. 3 ja HE 46/2016 vp, s. 1.

<sup>30</sup> Finanssivalvonnan ohje 6/2013, s. 15. Finanssivalvonnan mukaan osakeannin mainostaminen julkisissa tiedotusvälineissä on AML 2 luvun 12:ssä tarkoitettua arvopaperien tarjoamista yleisölle.

<sup>31</sup> Joukkorahoituksen välittäjän Inverdor Oy:n mukaan vuonna 2016 heidän järjestämissään joukkorahoituskierroksissa yhteen joukkorahoitushankkeeseen osallistui keskimäärin 254 sijoittajaa. Ks. Invesdorin verkkosivusto. Tämä tarkoittanee sitä, että joissakin hankkeissa sijoittajia on ollut alle sata, mitä ei voi pitää mielestäni erityisen suurena joukkona.

<sup>32</sup> Tämä vastaa arvopaperimarkkinalain esitöiden mukaista yleisön määritelmää. Ks. HE 32/2012 vp, s. 105.

esitöiden perusteella rajattu koskemaan pelkästään joukkorahoituksen välittäjän avustuksella tapahtuvaa joukkorahoituksen keräämistä yhteisön itsenäisesti toteuttaman yleisöannin tai muu vastaavan yleisölle suunnatun varainhankintajärjestelyn jäädessä sen soveltamisalan ulkopuolelle.<sup>33</sup> On selvää, että joukkorahoituslain soveltamisalaa ei tule käsittää joukkorahoituksen määritelmäksi. Näkemykseni mukaan myöskään elinkeinotoiminnan rahoittamiseksi kerättävän sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen käsitettä ei tule rajata joukkorahoituslain soveltamisalan mukaisesti pelkästään välittäjän avustuksella tapahtuvaan varainkeruuseen. Sisällytänkin tähän käsitteeseen myös yhtiön itsenäisti ilman välittäjää toteuttaman varojen keruun yleisöltä, joka voi tapahtua esimerkiksi yhteisön omaa Internet-sivustoa tai sosiaalista mediaa hyödyntäen.

Euroopan komission tiedonannossa vuodelta 2014 joukkorahoitus määritellään rahoituskanavaksi, jota voidaan käyttää monin eri tavoin.<sup>34</sup> Joukkorahoitusmuodot jaotellaan vakiintuneesti vastikkeettomaan lahjoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen sekä vastikkeellisiin hyödyke-, laina- ja sijoitusmuotoisiin joukkorahoituksiin. Joukkorahoituksen käsitteen laajuudesta ja eri joukkorahoitusmuotojen sisällöllisesti toisistaan huomattavasti poikkeavista toimintamuodoista johtuen joukkorahoituksen piiriin kuuluvaa toimintaa säädellään useissa säädöksissä ja useilla lainsäädäntösektoreilla. Lainsäädännössä eri joukkorahoitusmuodot erotetaan toisistaan toiminnan tosiasiallisen luonteen ja sisällön perusteella. Erottelun perusteena on yhtäältä keräyksen vastikkeellisuus ja toisaalta elinkeinonharjoittajan ja yksityisten henkilöiden roolit keräyksessä. Lisäksi joukkorahoituksessa käytettävän rahoitusvälineen tyyppi vaikuttaa ratkaisevasti soveltuvaan lainsäädäntöön. Joukkorahoituksen piiriin luettava toiminta voi siten kuulua joko kuluttajansuojalainsäädännön tai rahoitusmarkkinalainsäädännön soveltamisalaan taikka rahankeräyslain (255/2006) soveltamisalaan.<sup>35</sup>

---

<sup>33</sup> HE 46/2016 vp, s. 102.

<sup>34</sup> Euroopan komissio 2014, s. 3.

<sup>35</sup> Lahjoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa kerätään rahaa antamatta mitään vastiketta. Lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus kuuluu Suomessa rahankeräyslain soveltamisalaan. Rahankeräyslain vuonna 2014 voimaan tulleen muutoksen valmistelun yhteydessä arvioitiin joukkorahoituksen aiheuttamaan sääntelytarvetta rahankeräyslakiin. Lain esitöiden mukaan vastikkeetonta rahankeräystä ei tulisi käsitteellisesti sekoittaa joukkorahoitukseen, joka on lähtökohtaisesti vastikkeellista varojen keräämistä yleisöltä. Ks. HE 6/2014 vp s. 18.

Hyödykemuotoisessa joukkorahoituksessa elinkeinonharjoittaja markkinoin ja myy kuluttajille rahasuorituksen vastikkeeksi hyödykkeitä tyypillisesti Internetissä toimivan palvelualustan kautta siten, että hyödykkeet toimitetaan kuluttajille pitkän ajan kuluttua. Toiminta kuuluu lähtökohtaisesti

## 2.2 Yleisöanti osakeyhtiön rahoituskanavana

Osakeyhtiö on pääomayhtiö, joka on yksityisoikeudellinen oikeushenkilö.<sup>36</sup> Osakkeenomistajat sijoittavat pääomia yhtiöön merkitsemällä sen osakkeita eivätkä vastaa henkilökohtaisesti yhtiön velvoitteista vaan osakkeenomistajan taloudellinen riski rajoittuu sijoitetun pääomapanoksen menettämiseen.<sup>37</sup> Osakeyhtiö onkin yritystoiminnan organisoitumisen muoto, jonka keskeinen tarkoitus on toimia apuvälineenä yrityksen pääoman hankinnassa ja mahdollistaa yritystoiminnan rahoittamisen usealla eri tavalla.<sup>38</sup>

Osakeyhtiön varojen hankinta toteutetaan rahamarkkinoilta haettavilla lyhytaikaisilla luotoilla ja pääomamarkkinoilta haettavilla pidempiaikaisilla vieraan tai oman pääoman ehtoisilla rahoitusvälineillä.<sup>39</sup> Osakeanti on oman pääoman ehtoisen rahoituksen

---

kuluttajansuojalain sääntelyn piiriin ja on luonteeltaan kuluttajille suunnattua ennakko- ja etämyyntiä. Ks. HE 46/2016 vp, s. 16.

Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa on pohjimmiltaan kyse luotonvälityksestä, joka tapahtuu joukkorahoitusta välittävän palvelualustan kautta. Tällainen toiminta kuuluu lähtökohtaisesti rahoitusmarkkinasääntelyn piiriin. Lainamuotoinen joukkorahoitus voidaan jakaa yksityisille eli kuluttajille tarkoitettuihin vertaislainoihin ja yritysten yleisöltä elinkeinotoiminnan harjoittamiseen hakemiin lainoihin. Mikäli luoton myöntäjä on tosiasiallisesti palvelualustaa ylläpitävä elinkeinonharjoittaja, kyseessä on kuluttajansuojalain mukainen kuluttajaluotto. Jos taas luoton myöntäjä on yksityinen henkilö ja palvelualustaa käytetään vain luoton välittämiseen, ei kyse ole varsinaisesta kuluttajaluotosta vaan vertaisluotosta, joka kuitenkin vuoden 2017 alusta voimaan tulleen kuluttajansuojalain 7 luvun muutoksen myötä palvelualustan kautta välitettynä rinnastetaan kuluttajaluottoon siten, että vertaisluottoja välittävän elinkeinonharjoittajan on huolehdittava kyseisen luvun säännösten noudattamisesta luottosuhteessa. Ks. HE 77/2016 vp, s. 34.

Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa yhteisö kerää varoja laskemalla liikkeeseen osakkeita, velkakirjoja tai muita rahoitusvälineitä tyypillisesti Internetissä toimivan palvelualustan kautta. Kyse voi olla oman tai vieraan pääoman ehtoisen sijoituksesta. Elinkeinotoiminnan rahoittamiseksi tehtävään laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoitukseen sovelletaan joukkorahoituslakia, mikäli sen keräämisessä käytetään joukkorahoituksen välittäjää. Mikäli kysymys on arvopaperimarkkina- ja arvopaperimarkkinain säännökset. Lisäksi mikäli kysymys on elinkeinonharjoittajan ja kuluttajan välisestä sopimuksesta, tulevat myös kuluttajansuojalain säännökset sovellettavaksi.

<sup>36</sup> Immonen – Nuolimaa 2017, s. 2. Yksityisoikeudellisella oikeushenkilöllä tarkoitetaan oikeussubjektia, joka ei ole luonnollinen henkilö eikä myöskään julkista valtaa käyttävä oikeushenkilö. Yksityisoikeudelliset oikeushenkilöt on tapana jaotella säätiöihin ja yhteisöihin, kun taas yhteisöt jaotellaan yhdistyksiin ja yhtiöihin. Edelleen yhtiöt voidaan jaotella kahteen ryhmään: pääomayhtiöihin ja henkilöyhtiöihin. Suomen oikeus tuntee vain yhden pääomayhtiötyypin, osakeyhtiön.

<sup>37</sup> HE 109/2006 vp, s.38. Osakeyhtiön oikeushenkilöllisyys ja osakkeenomistajan rajoitettu vastuu ovat osakeyhtiöoikeuden keskeisimpiä periaatteita ja siitä on säädetty ensimmäiseksi OYL 1:2:ssa.

<sup>38</sup> Lauriala 2008, s. 242.

<sup>39</sup> Immonen – Nuolimaa 2017, s. 59. Rahamarkkinoilta saatava rahoitus tulee yleensä maksaa takaisin viimeistään vuoden kuluessa rahan saamisesta, kun taas pääomamarkkinoilta hankitaan pidempiaikaista rahoitusta. Pääomamarkkinat voidaan jakaa kolmeen ryhmään: 1) oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen, kuten pääomasijoituksiin, joita ei tarvitse maksaa takaisin yrityksen toiminta-aikana, 2) vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen, kuten lainoihin, jotka on maksettava takaisin

hankkimista, jossa yhtiö antaa uusia osakkeita tai luovuttaa hallussaan olevia omia osakkeitaan merkittäväksi maksua vastaan.<sup>40</sup> Osakeyhtiölain 9 luvun 3 §:n mukaisesti osakkeenomistajilla on etuoikeus osakeannissa annettaviin osakkeisiin samassa suhteessa kuin heillä ennestään on yhtiön osakkeita, ellei yhtiöjärjestyksessä ole tästä etuoikeudesta muuta määrätty. Kun osakeannissa halutaan poiketa tästä osakkeenomistajien etuoikeudesta ja laajentaa yhtiön omistajapohjaa, kyse on osakeyhtiölain 9 luvun 4 §:n määrittelemästä suunnatusta osakeannista. Suunnatulle osakeannille edellytetään olevan yhtiön kannalta painava taloudellinen syy, millä pyritään turvaamaan osakkeenomistajien yhdenvertaisuus.<sup>41</sup>

Yleisöannilla tarkoitetaan osakkeiden tarjoamista ennalta rajoittamattomalle joukolle eli siinä osakkeet ovat vapaasti yleisön merkittävissä tai ostettavissa.<sup>42</sup> Yleisöannissa on kyse yhtiöoikeudellisesta toimesta, jonka toteuttamisessa tulee noudattaa osakeyhtiölain säännöksiä. Osakeyhtiölain säännökset määrittävät siihen liittyvän päätöksenteon järjestyksen sekä osakkeenomistajien ja yhtiön väliset oikeussuhteet. Yleisöannissa on aina kyse osakeyhtiölain mukaisesta suunnatusta osakeannista, jossa poiketaan osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta.<sup>43</sup> Arvopaperimarkkina-oikeudellisessa lainsäädännössä yleisöannista käytetään termiä yleiseen liikkeeseen saattaminen.<sup>44</sup>

---

sopimuksessa sovitun mukaisesti, ja 3) oman pääoman ja vieraan pääoman väliin sijoittuvaan niin sanottuun välipääomaan tai välirahoitukseen, kuten pääomalanoihin, jotka on maksettava takaisin muiden vieraan pääoman ehtoisten lainojen jälkeen mutta ennen oman pääoman palautusta.

<sup>40</sup> Osakeyhtiölain 9 luvun säännösten mukaisesti osakeanti voi olla maksullinen tai maksuton. Maksuttomassa osakeannissa ei ole kyse varsinaisesta rahoituksen hankkimisesta, mutta sitä voidaan käyttää apuna muun rahoituksen hankkimisessa, omistuksen uudelleenjärjestelyissä ja kannustinjärjestelyissä. Tällöin kyse on tyypillisesti suunnatusta maksuttomasta osakeannista ja sille edellytetään olevan yhtiön kannalta ja kaikkien osakkeenomistajien etu huomioon ottaen erityisen painava taloudellinen syy. Ks. HE 109/2005 vp, s. 103.

<sup>41</sup> Osakkeenomistajien yhdenvertaisuus on yksi osakeyhtiöoikeuden keskeisistä periaatteista, josta säädetään OYL 1:7:ssä.

<sup>42</sup> Yleisöantia käsitteenä ei löydy osakeyhtiölaista eikä sen esitöistä. Vanhaa arvopaperimarkkinalakia 495/1989 koskeneessa hallituksen esityksessä on käytetty nimitystä yleisöanti, mutta voimassa olevan arvopaperimarkkinalain esitöissä puhutaan arvopaperien yleiseen liikkeeseen saattamisesta, joka voi tapahtua myös säännellyn markkinan ulkopuolella, esimerkiksi tosiasiallisen kysynnän ja tarjonnan syntyessä ja kohdatessa paikallisesti tai virtuaalisesti. Ks. HE 157/1988 vp, s. 8 ja HE 32/2012 vp, s. 94.

<sup>43</sup> Mähönen – Villa 2012, s. 292.

<sup>44</sup> Ks. Rudanko 1998, s. 240-241 ja Astola 1990, s. 30. Arvopaperimarkkinalaissa on määritelty myös yleisölle tarjoaminen (ALM 1:12). Käsitettä yleisö ei ole määritelty, mutta esitöiden mukaan kyseessä on yleisö, kun kohderyhmä on ennalta määräämätön tai määritelty, mutta hyvin laaja. Ks. HE 32/2012 vp, s. 105.



Osakeyhtiölaki ei ota kantaa siihen, miten yleisöantia markkinoidaan tai miten se käytännössä järjestetään. Merkittävin yleisöannin järjestämistapa on julkisen kaupankäynnin kohteeksi hakeutuvan yhtiön listautumisen yhteydessä toteuttama listautumisasi eli IPO. Tällaisen yleisöannin järjestämistä ja siihen liittyviä velvollisuuksia säädellään arvopaperimarkkinalaissa. Julkisen kaupankäynnin kohteena olevat yhtiöt järjestävät myös listautumisannin jälkeen yleisöanteja markkinaehtoisen pääomarahoituksen keräämiseksi. Julkinen kaupankäynti on kuitenkin vain yleisöannin erikoistapaus.<sup>45</sup> Yhtiö voi järjestää yleisöannin myös säännellyn markkinan<sup>46</sup> ja monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän<sup>47</sup> ulkopuolella hyödyntäen joukkorahoituksen välittäjän tarjoamaan Internetissä toimivaan palvelualustaa tai itsenäisesti esimerkiksi yhtiön omalla Internet -sivustolla.

Yleisöannin järjestämistavan valintaan vaikuttaa luonnollisesti haettavan rahoituksen määrä ja hakijayhtiön tilanne. Listautuminen on useimpien yhtiöiden saavuttamattomissa siihen liittyvien laadullisten listautumisedellytysten ja muiden vaatimusten vuoksi. Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä on säännelty arvopaperipörssiä kevyemmin, mutta myös sieltä rahoituksen hakeminen vaatii yhtiöltä merkittäviä voimavaroja. Vaikka joukkorahoituksen välittäjän avustuksella tapahtuvaan yleisöantiin ei liity samanlaisia vaatimuksia kuin pörssiin tai monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään, voi joukkorahoituksen välittäjä asettaa omia edellytyksiään rahoituksen hakijalle, koska joukkorahoituksen välittäjän edun mukaista on, että sen ylläpitämällä palvelualustalla järjestetyt rahoituskierrokset eivät epäonnistu. Myös joukkorahoituslaki asettaa joukkorahoituksen välittäjälle velvollisuuden hankkia tietoja rahoituksen saajasta ja tämän takaisinmaksukykyä.<sup>48</sup>

---

<sup>45</sup> Rudanko 1998, s. 241.

<sup>46</sup> Säännelty markkina on EU:n rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin mukainen termi, joka on määritelty laissa rahoitusvälineiden kaupankäynnistä ja jolla tarkoitetaan pörssin ylläpitämää monenkeskistä kaupankäyntimenettelyä, jossa säännellyn markkinan ylläpitäjän laatimien sääntöjen mukaisesti saatetaan yhteen rahoitusvälineitä koskevia osto- ja myyntitarjouksia tai tarjouskehotuksia siten, että tuloksena on rahoitusvälinettä koskeva sitova kauppa. Suomessa pörssikauppaa käydään Nasdaq Helsinki -pörssissä.

<sup>47</sup> Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä eli MTF (engl. Multilateral Trading Facility) mahdollistaa kaupankäynnin myös yksityisen osakeyhtiön osakkeilla. Suomessa on tällä hetkellä yksi monenkeskinen kauppapaikka, First North Finland, jota ylläpitää Nasdaq Helsinki.

<sup>48</sup> Joukkorahoituslain 12 §:n mukaan joukkorahoitusta ei saa välittää konkurssissa tai muussa maksukyvyttömyysmenettelyssä olevalle joukkorahoituksen saajalle. Välittäjän on ennen varainhankinnan aloittamista varmistettava hakijan maksukykyisyys. Saneerausmenettely ei kuitenkaan ole este joukkorahoituksen hakemiselle. HE 46/2016 vp, s. 118.

Sen sijaan yhtiön itsensä järjestämään yleisöantiin ei liity yhtiön tilaan ja toiminnan tasoon liittyviä edellytyksiä, joten se on myös pienempien yhtiöiden käytettävissä. Kuitenkin luonnollisesti myös yhtiön itsensä järjestämässä yleisöannissa tulee noudattaa soveltuvan ja voimassa olevan lainsäädännön säännöksiä muun muassa tiedonantovelvollisuudesta.

Yleisöannin suhde joukkorahoitukseen ei ole yksioikoinen. Yleisöanti voi olla ja on yksi sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen toteuttamistapa, mutta yleisöannin järjestäminen ei ole aina joukkorahoitusta. On selvää, että kun yleisöanti järjestetään joukkorahoituksen välittäjään hyödyntäen, kyse on joukkorahoituksesta. Yhtiö voi kuitenkin järjestää yleisöannin siten, että sitä markkinoidaan vain suhteellisen pienelle yleisölle tai ryhmälle, jolloin kyse ei ole aiemmin esittämäni määritelmän mukaisesti joukkorahoituksesta. Yleisöannin käsite tuleekin erottaa niin kutsutusta Private Placement -annista, joka tarkoittaa ennalta määrätylle sijoittajajoukolle suunnattua antia.<sup>49</sup> Private Placement -anti ei ole yleisöanti, koska kyse ei ole yleisölle tarjoamisesta.<sup>50</sup> Sen sijaan joissakin tapauksissa Private Placement -anti voidaan katsoa olevan aiemmin esittämäni määritelmän mukaisesti joukkorahoituksesta, jos anti on suunnattu suhteellisen suurelle joukolle. Koska Private Placement -anti on tyypillisesti suunnattu ammattimaisille sijoittajille eikä kyse ole yleisöannista, sen tarkempi tarkastelu ei sisälly tähän tutkimukseen.

### **2.3 Joukkorahoituksen välittäjä yleisöannin järjestämisessä**

Joukkorahoituksen välittäjä on sopimussuhteessa rahoituksen hakijaan, mutta useimmiten myös sijoittajaan. Myös rahoituksen saajan ja sijoittajan välille voidaan katsoa useimmiten syntyvän sopimussuhde, kuten seuraavassa kappaleessa esitetään. Järjestelyssä on siten yleensä kysymys kolmikantasopimussuhteesta. Tämä poikkeaa perusasetelmaltaan perinteisistä sijoittajan ja rahoituksen saajan välisistä suorista sopimuksista, mutta myös arvopaperimarkkinoilla tapahtuvasta sijoittamisesta, jossa sijoittajan suhde liikkeeseenlaskijaan ja emissionjärjestäjään

---

<sup>49</sup> Lauriala 2001, s. 160.

<sup>50</sup> Vanhaa arvopaperimarkkinalakia 495/1989 koskeneen hallituksen esityksen mukaan suunnattu anti voi olla yleisöanti tai se voi olla suunnattu tietyille sijoittajille tai sijoittajaryhmälle. Ks. HE 157/1988 vp, s. 8.

voidaan hahmottaa varsinkin tiedonantovelvollisuuden osalta yhdeksi oikeussuhteeksi.<sup>51</sup>

Näkemykseni mukaan joukkorahoituksen välittäjän toiminta voidaan jakaa kolmeen luokkaan toimeksiannon sisällön ja välittäjän tosiasiallisen roolin perusteella. Ensiksikin välittäjän voidaan ajatella tarjoavan vain alustan itsenäiseen rahoituksen hakemiseen ja sijoitusten tekemiseen siten, ettei välittäjä toimi rahoitusta hakevan edustajana eikä osallistu aktiivisesti rahoituskierron järjestämiseen. Tällainen markkinointipaikan tarjoaminen ei Finanssivalvonnankaan tulkinnan mukaan ole sijoituspalvelulain (747/2012) tarkoittamaa toimeksiantojen välittämistä ja liikkeeseenlaskun järjestämistä.<sup>52</sup> Toiseksi, välittäjä voi osallistua alustan tarjoamisen lisäksi myös muutoin rahoituskierron järjestämiseen. Finanssivalvonnan tulkintakäytännön perusteella voidaan päätellä, että kaikki sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen alustoja tarjoavat palveluntarjoajat osallistuvat rahoituksen järjestämiseen, koska Finanssivalvonta on kategorisesti katsonut toiminnan olevan liikkeeseenlaskun järjestämistä ja usein myös toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä.<sup>53</sup> Tällaisen välittäjän tulee rekisteröityä joukkorahoituslain mukaisesti Finanssivalvonnan rekisteriin joukkorahoituksen välittäjistä. Kolmanneksi, välittäjä voi myös toteuttaa toimeksiantoja sijoittaja-asiakkaan lukuun. Tällainen toiminta ei ole enää pelkästään joukkorahoituksen välittämistä vaan myös sijoituspalvelulain 11 §:n mukaista sijoituspalvelua, jonka harjoittaminen edellyttää Finanssivalvonnan myöntämää toimilupaa.

Joukkorahoituslain 3 §:n mukaan elinkeinotoimintaa varten kerättävän laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittäjänä voi toimia vain Finanssivalvonnan rekisteriin joukkorahoituksen välittäjistä rekisteröity elinkeinonharjoittaja. Rekisteröinnille on asetettu tiettyjä edellytyksiä ja ehtoja, mutta verrattuna ennen lain voimaantuloa vallinneeseen käytäntöön sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittäjän toimilupavelvollisuudesta, on rekisteröinti huomattavasti kevyempi menettely ja mahdollistaa toimialan kasvamisen sekä suhteellisuusperiaatteen huomioonottavat

---

<sup>51</sup> Ks. Makkula 2002, s. 52.

<sup>52</sup> HE 46/2016 vp, s. 19.

<sup>53</sup> Finanssivalvonnan tulkintakäytännöstä ks. HE 46/2016 vp, s. 21. MIFID I:n johdanto-osan 20. perustelukappaleen mukaan toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä on myös kahden tai useamman sijoittajan saattaminen yhteen niin, että näiden välillä on mahdollista toteuttaa liiketoimi.

toimintaedellytykset.<sup>54</sup> Lisäksi joukkorahoituslain myötä poistui myös vaatimus välittäjän jäsenyydestä sijoittajien korvausrahastossa, mikä on merkittävä taloudellinen helpotus välittäjälle.<sup>55</sup>

Joukkorahoitusta elinkeinotoiminnan rahoittamiseksi välittää Suomessa yli kymmenen yhtiötä.<sup>56</sup> Näistä osalla on Finanssivalvonnan toimilupa liikkeellelaskun järjestämiseen ja toimeksiantojen välittämiseen.<sup>57</sup> Joukkorahoituslain 23 §:n siirtymäsäännöksen puitteissa Finanssivalvonnalta rekisteröintiä haki ja joukkorahoitusta välittää seitsemän yhtiötä, joista tällä hetkellä lokakuussa 2017 joukkorahoituksen välittäjien rekisteriin on hyväksytty vain yksi lainamuotoisen joukkorahoituksen välittäjä.<sup>58</sup> Tietävästi sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittäjiksi rekisteröintiä on hakenut vain muutama välittäjäyrittäjä ja niiden osalta tilanne on epäselvä vuoden 2018 alusta kansallisessa lainsäädännössä voimaan tulevan MIFID II -direktiivin takia, koska se kiristää sijoitusmuotoiselle joukkorahoitukselle asetettuja vaatimuksia ja valtiovarainministeriön muutosesityksen mukaan sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittäjille kaavaillaan rekisteröinnin sijaan kevennettyä toimilupaa.<sup>59</sup>

Joukkorahoituslain mukaisella rekisteröinnillä saatava oikeus välittää laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta käsittää myös oikeuden välittää toimeksiantoja koskien arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita. Tällaisia siirtokelpoisia arvopapereita koskevat toimeksiannot on kuitenkin lain 9 §:n 3 momentin mukaan välitettävä Finanssivalvonnalta toimiluvan saaneelle toimijalle, kuten esimerkiksi luottolaitokselle, rahastoyhtiölle, tai sijoituspalveluyritykselle. Tämä velvollisuus toimiluvallisen välihenkilön käyttämiseen johtuu MIFID I:n 3 artiklan sisällön asettamista reunaehdoista. Siirtokelvottomia arvopapereita joukkorahoituksen rekisteröitynyt välittäjä saa välittää suoraan ilman toimiluvallista välihenkilöä, koska siirtokelvottoman arvopaperit eivät kuulut MIFID I:n ja arvopaperimarkkinalain soveltamisalaan.<sup>60</sup>

---

<sup>54</sup> HE 46/2016 vp, s. 89.

<sup>55</sup> Ekholm 2017.

<sup>56</sup> Ks. HE 46/2016 vp, s. 13.

<sup>57</sup> Tällaisia yhtiöitä ovat tietävästi muun muassa Invesdor Oy, Kansalaisrahoitus Oy ja Privanet Capital Markets Oy sekä pankeista Osuuspankki ja Nordea.

<sup>58</sup> Finanssivalvonnan verkkosivusto ja Finanssivalvonnan valvontaluettelot.

<sup>59</sup> Ks. Asianajajaliitto 2017 ja Pietarila 2017.

<sup>60</sup> HE 46/2016 vp, s. 80.

On useita syitä, miksi yksityiset osakeyhtiöt haluavat käyttää joukkorahoituksen hankkimiseen ja yleisöannin toteuttamiseen välittäjää. Hyödyntämällä joukkorahoituksen välittäjää ja tämän tarjoamaa palvelualustaa rahoituksen hakija saa paljon näkyvyyttä ja hyötyä yleisöannin markkinointiin, mikäli kyseinen palvelualusta on tunnettu ja suosittu. Joukkorahoituksen välittäjällä voi olla sijoittaja-asiakkaina tuhansia sijoittajia, jotka seuraavat kyseisellä palvelualustalla järjestettyjä rahoituskierroksia ja ovat siten potentiaalisia sijoittajia myös uusissa rahoitushankkeissa. Joukkorahoituksen välittäjä voi hankkia sijoittajakontaktiensa avulla rahoitushankkeeseen merkittäviä sijoituksia jo ennen sen varsinaista julkistamista, mikä lisää huomattavasti rahoituskierroksen onnistumismahdollisuuksia.<sup>61</sup> Merkityksellisiä ovat varmasti myös rahoituksen hakijan ammattitaitoiselta ja kokeneelta joukkorahoituksen välittäjältä saamat neuvot ja ohjeistukset annin onnistumiseksi. Tosin käytännössä myös yleisöannin itsenäisessäkin järjestämisessä yhtiöt hyödyntävät ulkopuolisia palveluntarjoajia, kuten asianajotoimistoja ja rahoitusalan ammattilaisia.

Yleisöannin järjestäminen joukkorahoituksen välittäjää hyödyntäen aiheuttaa luonnollisesti transaktiokustannuksia. Joukkorahoituksen välittäjä on investoinut palvelualustansa ja toimintamallinsa kehittämiseen, minkä lisäksi välittäjän tosiasiallinen työpanos annin järjestämisessä ja toteuttamisessa voi olla merkittävä. Tästä syystä johtuen joukkorahoituksen välittäjä veloittaa korvauksen palveluistaan eikä se ole määrältään välttämättä merkityksetön rahoituksen hakijan näkökulmasta arvioituna. Vaikka välittäjälle suoritettava korvaus voi olla osittain sidottu rahoituskierroksella kerättävään rahamäärään eli rahoituksen onnistumiseen, voi erityisesti pienen yleisöannin järjestäminen olla taloudellisesti järkevämpää ilman joukkorahoituksen välittäjää.

---

<sup>61</sup> Kampanjan menestymisen kannalta on tärkeää ensimmäisten sijoitusten saaminen ja tietyn kriittisen pisteen saavuttaminen, jonka jälkeen rahoituksen saaminen helpottuu ja nopeutuu. Kyse on eräänlaisesta laumakäyttäytymisestä (herding behavior). Sijoittaja sijoituspäätöksen todennäköisyys loppuvaiheessa on tyypillisesti kaksinkertainen verrattuna alkuvaiheeseen. Ks. Agrawal – Catalini – Goldfarb 2013, s. 4.

Toinen rahoituksen hakijan näkökulmasta merkityksellinen seikka on se, että hyödynnettäessä joukkorahoituksen välittäjään yleisöannin järjestämisessä tulee sovellettavaksi joukkorahoituslaki ja erityisesti sen säännökset koskien rahoituksen saajan tiedonantovelvollisuutta sekä valtiovarainministeriön asetus joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuuden sisällöstä ja rakenteesta.<sup>62</sup> Tämän tiedonantovelvollisuuden sisältö ja sen poikkeavuus yhtiön itsenäisesti järjestämään yleisöantiin liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta on tämän tutkimuksen keskeinen tutkimuskysymys, jota käsittelem tarkemmin luvuissa 4 ja 5.

## **2.4 Yleisöantimerkintä sopimuksena**

Omaisuuksien vastikkeellinen luovutus tapahtuu pääsääntöisesti sopimuksen perusteella. Arvopaperin kauppa rinnastetaan lainsäädännössä irtaimen esineen kauppaan ja osakeyhtiön osakkeiden sekä muiden arvopaperien vaihdanta kuuluu kauppalaain soveltamisalaan.<sup>63</sup> Kauppalaain kauppaa sääntelevän normiston lisäksi sovellettavaksi tulevat oikeustoimilaki (Laki varallisuus oikeudellisista oikeustoimista 228/1929) ja sopimisoikeuden yleiset opit sekä arvopaperikaupan erityislainsäädäntö. Arvopaperikaupassa onkin otettava huomioon niiden erityisluonne, arvopaperioikeudelliset periaatteet ja vakiintuneet kaupankäyntitavat.<sup>64</sup> Lisäksi elinkeinonharjoittajan tarjotessa arvopapereita kuluttajalle sovellettavaksi tulevat kuluttajansuojalain säännökset.

Osakemarkintä poikkeaa oikeustoimena normaalista osakkeiden suorakaupasta, joten siihen liittyvien sopimus- ja oikeussuhteiden hahmottaminen on olennaista, mikäli siihen halutaan soveltaa sopimusoikeuden yleisiä oppeja. Kyse ei ole puhtaasta sopimussuhteesta, vaikka osakemarkintään liittyy tiettyjä sopimuksen syntymistä muistuttavia piirteitä. Oikeuskirjallisuudessa onkin esitetty aiheesta erilaisia näkemyksiä.<sup>65</sup> Osakemarkinnässä ei ole kyse normaalista osakkeen tuoman

---

<sup>62</sup> Valtiovarainministeriön asetus joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuuden sisällöstä ja rakenteesta on säädetty joukkorahoituslain 21 §:n nojalla ja siinä säädetään joukkorahoituslain 11 §:ssä tarkoitetusta joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuudesta.

<sup>63</sup> HE 93/1986 vp, s. 48.

<sup>64</sup> Astola 1990, s. 17.

<sup>65</sup> Ks. Norros 2009, s. 123-124.

oikeusaseman vastikkeellisesta luovutuksesta, koska OYL 9:15:n mukaan osakeannissa merkitty uusi osake tuottaa osakkeenomistajan oikeudet vasta osakkeen rekisteröimisestä alkaen. Merkintä on merkitsijän tahdonilmaisu, jonka lopullinen vaikutus riippuu osakeantiehdoista ja yhtiön päätöksestä merkinnän hyväksymisestä.<sup>66</sup> Merkitsijän oikeus on siten riippuvainen siitä, hyväksyykö yhtiö merkinnän ja ilmoitetaanko merkityt uudet osakkeet rekisteröitäviksi. Sopimukselta ei kuitenkaan voida aina edellyttää sitovuutta muutoinkaan ja sopimuksen sitovuuteen vaikuttavia normeja on osakeyhtiölain lisäksi myös sen ulkopuolella.<sup>67</sup> Osakemerkinnän oikeussuhteiden hahmottamista voi monimutkaistaa lisäksi tilanne, jossa osakeannin järjestäjänä toimii liikkeeseenlaskijasta erillinen sijoituspalveluyritys tai joukkorahoituksen välittäjä. Tällöin on kyse kolmesta erillisestä oikeussuhteesta eli kolmikantasuhteesta, jossa osapuolten väliset oikeudet ja velvollisuudet määräytyvät sopimusten ja soveltuvan lainsäädännön perusteella.<sup>68</sup>

Osakeyhtiölain 9 luvun 1 §:n mukaan osakeannilla tarkoitetaan sekä uusien osakkeiden antamista merkintäoikeuksina että yhtiön hallussa olevien omien osakkeiden luovuttamista. Kun yhtiö osakeannissa luovuttaa haltuunsa saamiaan omia osakkeitaan, on kyse sopimukseen perustuvasta olemassa olevien osakkeiden ja niihin liittyvien oikeuksien luovuttamista koskevasta kaupasta. Osakeyhtiölain esitöiden mukaan yhtiöoikeudellisesti on samantekevää, kummalla tavalla osakkeiden antaminen tapahtuu.<sup>69</sup> On selvää, että yhtiöoikeus ja sopimusoikeus eivät ole toisiaan poissulkevia vaan osakkeiden merkitsijän ja yhtiön välisiä oikeuksia ja velvollisuuksia arvioitaessa voidaan joutua soveltamaan sopimusoikeuden sääntöjä tai yhtiöoikeuden sääntöjä rinnakkain. Osakeyhtiölakia koskeneessa hallituksen esityksessä todetaan nimenomaisesti, että sopimusoikeudellisia sääntöjä sovelletaan osakemerkinnän ehtoihin.<sup>70</sup> Siten yhtiöoikeudellisesti ei ole estettä sille, että osakkeiden merkinnän voitaisiin katsoa perustuvan sopimukseen.<sup>71</sup> Oikeuskirjallisuudessa onkin usein

---

<sup>66</sup> HE 109/2005 vp, s. 108.

<sup>67</sup> Mäntysaari 1999, s. 323.

<sup>68</sup> Liikkeeseenlaskija ja liikkeeseen laskun järjestäjänä toimiva vastaavat yhdessä joukkorahoituslain 11 §:n ja AML 1:4:n mukaisen tiedonantovelvollisuuden täyttämisestä. Ks. HE 46/2016 vp, s. 118 ja HE 32/2012 vp, s. 99. Makkula on päätenyt siihen, että osakemerkitsijän suhde liikkeeseenlaskijaan ja emissionjärjestäjään voidaan tiedonantovelvollisuuden kannalta nähdä yhtenä oikeussuhteena kahden erillisen oikeussuhteen sijasta. Ks. Makkula 2002, s. 19.

<sup>69</sup> HE 109/2005 vp, s. 99.

<sup>70</sup> HE 109/2005 vp, s. 42.

<sup>71</sup> Ks. myös Mäntysaari 1999, s. 323.

katso, että osakemerkintää voidaan pitää sopimuksena.<sup>72</sup> Mäntysaari ei näe estettä katsoa, että osakkeiden merkintä perustuu aina sopimukseen.<sup>73</sup>

Koska osakemerkinnästä ei tehdä yleensä mitään nimenomaista sopimusasiakirjaa, perustuu sen sopimusoikeudellinen sisältö pääasiassa osakeannin ehtoihin ja esitteisiin sekä näiden perusteella annettuihin tahdonilmaisuihin. Makkula on tutkimuksessaan päätenyt siihen, että arvopaperimarkkinoilla osakemerkintää on pidettävä sopimuksena, jonka sisältöä arvioidaan arvopaperimarkkinalain tiedonantovelvollisuussäännösten valossa.<sup>74</sup> Osakeyhtiölain kokonaisuudistuksen yhteydessä osakemerkintään liittyviä muotomääräyksiä lievennettiin huomattavasti, mikä näkemykseni mukaan puoltaa Makkulan aiemmin tekemää tulkintaa.<sup>75</sup> Lisäksi näkemykseni mukaan arvopaperimarkkinoiden ulkopuolella tapahtuvan osakemerkinnän pitämistä sopimuksena puoltaa merkinnän luonne ja erityinen tarve tiedonanto- ja vahingonkorvaussäännösten täydentämiseen sopimusoikeudellisin keinoin. Tällaisen osakemerkinnän sopimuksellista sisältöä on mielestäni vastaavasti arvioitava kyseiseen merkintään soveltuvan lainsäädännön tiedonantovelvollisuussäännösten valossa. Lisäksi tulevat sovellettavaksi sopimusoikeuden yleiset periaatteet ja säännöt.<sup>76</sup> Koska osakeannin ehdot ja esitteet ovat liikkeeseenlaskijan etukäteen laatimia eikä merkitsijälle ole mahdollisuutta vaikuttaa niihin, niin ne ovat näkemykseni mukaan sopimusoikeudellisesti rinnastettavissa vakioehtoihin.<sup>77</sup>

---

<sup>72</sup> Mäntysaari 1999, s. 319 ja Makkula 2002, s. 54. Ks. myös Rudanko 1998, s. 57. Vrt. kuitenkin Norros 2009, s. 125 ja Helsingin HO:n tuomio 23.4.2002, jossa hovioikeus katsoi pankin toimineen vain merkitsijöiden valtuuttamana asiamiehenä.

<sup>73</sup> Mäntysaari 1999, s. 323.

<sup>74</sup> Makkula 2002, s. 54.

<sup>75</sup> HE 109/2005 vp, s. 107-108. Vrt. Mäntysaari 1999, s. 334.

<sup>76</sup> Arvopaperien tarjoamisessa on noudatettava sopimusoikeuden soveltuvia yleisiä periaatteita riittävien tietojen antamisesta sopijakumppanille. Ks. HE 11/2015 vp, s. 17.

<sup>77</sup> Vakioehtoja tulkitaan niin sanotun epäselvyyssäännön (*in dubio contra stipulatorem*) mukaisesti laatijansa vahingoksi. Kuluttajansuojalakiin on sisällytetty tätä koskeva nimenomainen säännös (KSL 4:3). Ks. Saarnilehto – Annola 2012, s. 452.



### 3 INFORMAATIO JA TIEDONANTOVELVOLLISUUS

#### YLEISÖANNISSA

##### 3.1 Informaation hyödyntäminen

Tieto on valtaa ja informaatio on hyödyllistä.<sup>78</sup> Informaatiolla on olennainen merkitys kaikessa rationaalisessa päätöksenteossa. Kaupankäynnissä sekä ostajan että myyjän tiedoilla on ollut aina tärkeä merkitys valinnan- eli päätöksenteon tukena ja hinnanmäärityksessä. Erityisesti informaatiolla sekä sen saatavuudella ja oikeellisuudella on katsottu olevan merkitystä arvopaperimarkkinoilla, koska julkisesti noteeratun arvopaperin hinta muodostuu informaation sekä sitä koskevan arvioinnin ja analyysin perusteella.<sup>79</sup>

Informaation hankkiminen, tuottaminen ja hyödyntäminen ovat luonnollisesti yleisesti hyväksyttävää ja suotavaa. Siksi tiedollisen ylivoiman hyödyntäminen on lähtökohtaisesti sallittua ja vanhaa sopimusoikeudellista periaatetta *caveat emptor* pidetään edelleen *presumptiona* sopimussuhteissa.<sup>80</sup> Informaatioedun hyväksikäyttöoikeuden laajuus on kuitenkin sidoksissa sopimustyyppiin ja tilanteeseen: informaatioedun hyödyntäminen voi olla jopa kannustettavaa tai kokonaan kiellettyä.<sup>81</sup> Sopimusoikeuden oikeusperiaatteet, kohtuus, lojaliteettiperiaate ja heikomman suoja, sekä kuluttajansuoja ja sijoittajansuoja puoltavat tiedolliseen epätasapainoon puuttumista useissa tilanteissa. Lainsäädännössä tiedollisen ylivoiman hyödyntämiseen ja tiedolliseen epätasapainoon puututaan asettamalla sekä kieltoja että velvollisuuksia.

Sopimusoikeudellisesti kiellettyyn informaation hyväksikäyttöön voidaan puuttua oikeustoimilain pätemättömyys- ja sovittelusäännöksillä.<sup>82</sup> Kauppalain säännösten

---

<sup>78</sup> Sanontaa ”tieto on valtaa” pidetään noin neljäsataa vuotta sitten eläneen englantilaisen lakimiehen Sir Francis Baconin kuuluisana lauseena. Tietoyhteiskunnan kehittymisen ja tiedon määrän jatkuva nopea kasvu tuo tälle lauseelle nykyajassa paljon uusia ulottuvuuksia.

<sup>79</sup> Annola 2005, s. 27. Ks. myös Knuts 2014, s. 795.

<sup>80</sup> Caveat emptor on roomalaisen oikeuden periaate, jonka tarkoittaa ostaja varokoon. Sen soveltamisala on useiden poikkeussääntöjen myötä supistunut olennaisesti eikä oikeus informaatioedun hyväksikäyttöön ole rajoittamatonta. Ks. Annola 2005, s. 28.

<sup>81</sup> Annola 2005, s. 30.

<sup>82</sup> OikTL 33 §:n mukaan kunnian vastainen ja arvoton menettely voi johtaa sopimuksen pätemättömyyteen ja 36 §:n mukaan kohtuutonta ehtoa voidaan sovittelu tai se voidaan jättää

mukaan tavara katsotaan virheelliseksi, jos myyjä ennen kaupantekoa on jättänyt kertomatta olennaisia tietoja tavarán käytettävyydestä tai antanut virheellisiä tietoja, joiden voidaan olettaa vaikuttaneen kauppaan.<sup>83</sup> Kuluttajansuojalaissa on puututtu mahdolliseen tiedolliseen epätasapainoon asettamalla elinkeinonharjoittajalle tiedonantovelvollisuuksia ja kiello antaa totuudenvastaista tai harhaanjohtavia tietoja.<sup>84</sup> Rahoitusmarkkinoilla informaation epäsymmetriaa on pyritty vähentämään asettamalla rahoitusta hakevalle taholle laajat tiedonantovelvollisuudet sekä kieltämällä totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon antaminen. Tällaiset laajat tiedonantovelvollisuuden säännökset sisältyvät muun muassa arvopaperimarkkinalakiin, sijoituspalvelulakiin ja joukkorahoituslakiin.<sup>85</sup> Rahoitusmarkkinoiden tiedonantovelvollisuussäännöksillä pyritään turvaamaan markkinoiden toiminta sekä parantamaan sijoittajansuojaa. Lisäksi rikoslaissa (39/1889) kielletään sisäpiirintiedon väärinkäyttö.<sup>86</sup> Rikoslaissa on säädetty tiedon käyttämisen tai hyödyntämisen osalta myös rikoksista markkinointiin, tiedottamiseen, salassapitoon ja toisen erehdyttämiseen liittyen.<sup>87</sup> Myös sopimattomasta menettelystä elinkeinotoiminnassa annetun lain (1061/1978) säännökset rajoittavat tiedon käyttämistä markkinoinnissa.<sup>88</sup>

---

huomiotta ottamatta.

<sup>83</sup> Kauppalain 17 § koskee tavarán sopimuksen mukaisuutta ja 18 § tavarasta annettuja tietoja.

<sup>84</sup> Kuluttajansuojalaki sisältää useita tiedonantovelvollisuuteen liittyviä säännöksiä. KSL 2:6 kieltää totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon antamisen. KSL 2:7 kieltää olennaisten tietojen antamatta jättämisen. KSL 2:8 koskee tiedonantovelvollisuutta yksilöityjen kulutushyödykkeiden osalta ja KSL 2:8 on yleissäännös ennen sopimusta annettavista tiedoista. Lisäksi KSL 5 luvussa on kauppalaín virhesäännöksiä vastaavat säännökset, jotka koskevat myös virhettä annetuissa tiedoissa. Rahoituspalvelujen ja rahoitusvälineiden etämyyntiin sovelletaan kuluttajansuojalaín 6 a luvun nimenomaisia tiedonantovelvollisuussäännöksiä.

<sup>85</sup> Arvopaperimarkkinalaín yleissäännökset kieltävät totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon antamisen (AML 1:3) sekä velvoittavat pitämään riittävät tiedot saatavilla (AML 1:4). Lisäksi arvopaperimarkkinalaissa säädetään esitteen julkaisemisesta sekä jatkuvasta ja säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta.

<sup>86</sup> Arvopaperimarkkinarikoksista on säädetty rikoslain 51 luvussa.

<sup>87</sup> RL 30:1:n mukainen markkinointirikos ja RL 51:5:n mukainen arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos koskevat totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon antamista. RL 38:1:n mukainen salassapitorikos koskee salassa pidettävän tiedon paljastamista tai hyväksikäyttämistä. Myös RL 36:1:n mukaiseen petokseen ja RL 39:2:n mukaiseen velallisen petokseen liittyy tiedon väärinkäyttö.

<sup>88</sup> SopMenL 2.2 §:n mukaan Elinkeinotoiminnassa ei saa käyttää asiaan kuulumattomia seikkoja sisältävää eikä esitystavaltaan tai muodoltaan sopimatonta ilmaisua, joka on omiaan vahingoittamaan toisen elinkeinotoimintaa ja 2a § asettaa rajoituksia vertailevalle markkinoinnille.

### 3.2 Informaation epäsymmetria yleisöannissa

Epäsymmetrisen informaation tilanteessa toisella osapuolella on toisesta osapuolesta tai sopimuksen kohteesta puutteelliset tai virheelliset tiedot suhteessa toiseen osapuoleen.<sup>89</sup> Samantyyppiseen tilanteeseen viitataan myös puhuttaessa informaation asymmetriasta tai asymmetrisestä informaatiosta. Epäsymmetrinen informaation on taloustieteen käsite ja tutkimuskohde, mutta se kuuluu myös oikeustaloustieteen tutkimuksen piiriin.<sup>90</sup> Rahoitusmarkkinoilla epäsymmetrinen informaatio on tyypillinen tilanne: osapuolilla ei ole samat tiedot kohteesta ja sen arvoon vaikuttavista tekijöistä eikä toistensa preferensseistä. Informaation laatu, saatavuus ja käsittelymahdollisuudet vaikuttavat keskeisesti epävarmuuteen ja kustannuksiin rahoitusmarkkinoilla.<sup>91</sup> Rahoitusmarkkinoilla epäsymmetrinen informaatio aiheuttaa sekä sopimussuhteiden että markkinoiden tasolla ilmeneviä kysymyksiä.<sup>92</sup>

Yleisöannissa informaation epäsymmetria on tyypillisesti hyvin merkittävä: rahoitusta hakevalla on luonnostaan hallussaan paljon sellaista tietoa, jota yksittäisellä sijoittajalla ei ole ja joka vaikuttaa yhtiön osakkeen hinnan määrittymiseen. Sijoittaja tekee sijoituspäätöksensä pääasiassa antiehtojen ja yhtiöstä esitetyn materiaalin perusteella eikä sijoittajan ja yhtiön johdon välillä ole aina suoraa yhteyttä, mikä ylläpitää tiedon epäsymmetriaa. Koska yleisöanti on usein tavalliselle yleisölle suunnattua osakkeiden liikkeeseen laskua, voivat informaation epäsymmetriasta johtuvat ongelmat korostua yleisöannissa. Kun kyse ei ole kokeneesta sijoittajasta ja sijoitettavat rahasummat ovat pienehköjä, ei sijoittajalla ole välttämättä halua ja osaamista arvioida sijoituspäätökseen liittyviä riskejä.<sup>93</sup> Informaation epäsymmetrian on katsottu muodostavan epätavallisen korkean riskin sijoittajille juuri sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa, mitä yksityisen osakeyhtiön yleisöannin voidaan katsoa olevan useimmissa tapauksissa.<sup>94</sup>

---

<sup>89</sup> Cooter – Ulen 2016, s. 297 ja Lauriala 2008, s. 117.

<sup>90</sup> Rudanko 1998, s. 217.

<sup>91</sup> Lauriala 2008, s. 117.

<sup>92</sup> Rudanko 1998, s. 217.

<sup>93</sup> Arvopaperimarkkinalain 3:5:ssä määritellään kokeneeksi sijoittajaksi ammattimainen sijoittaja. Kun arvopaperia tarjotaan yksinomaan kokeneille sijoittajille, ei esitettä tarvitse julkaista (AML 4:3).

<sup>94</sup> Agrawal – Catalini – Goldfarb 2013, s. 7.

Epäsymmetrinen informaatio voi aiheuttaa moraalista uhkapeliä (moral hazard) rahoitusta hankittaessa: kohdeyhtiöllä voi olla kannustin muuttaa käyttäytymistään rahoittajan intressien vastaiseksi, koska rahoittajat eivät pysty valvoman sen toimintaa. Tekemällä rahoittajan kannalta kestävämpiä ja suuren riskin sisältäviä päätöksiä tai muuttamalla toimintaansa rahoituksen saamisen jälkeen, yhtiö muuttaa pääomansa kustannusrakennetta ja siirtää siten osan kustannuksistaan rahoittajan kannettavaksi.<sup>95</sup>

Epäsymmetrisestä informaatiosta johtuvat ongelmat voivat johtaa myös käänteiseen valintaan. Tämä tarkoittaa tilannetta, jossa sijoittajat eivät puutteellisen informaation vuoksi pysty erottamaan hyvät menestymismahdollisuudet omaavia yhtiöitä niistä yhtiöistä, joille ei ole menestymismahdollisuuksia. Joukkorahoitusmaisella yleisöannilla rahoitusta päätyvät usein hakemaan yhtiöt, jotka eivät saa rahoitusta toiminnalleen muista rahoituslähteistä. Tästä johtuen ja käänteisen valinnan vuoksi sijoittajat voivat päätyä diskonttaamaan kaikkien tällaista rahoitusta hakevien yhtiöiden arvon. Tämä voi edelleen johtaa haitalliseen valikoitumiseen siten, että hyvät menestymismahdollisuudet omaavat yritykset alkavat välttää tällaista joukkorahoitusta ja vain huonot menestymismahdollisuudet omaavat yritykset hakevat pääomaa tällaisen joukkorahoituksen avulla.<sup>96</sup>

### **3.3 Tiedonantovelvollisuuden sääntely-ympäristö**

Tiedonantovelvollisuuden asettaminen on keskeinen keino vähentää informaation epäsymmetriasta aiheutuvia ongelmia. Lainsäädännöstä löytyykin paljon säännöksiä, joissa säädetään nimenomaisesta velvollisuudesta antaa tietoja oikeustoimen tekemistä suunnittelevalle henkilölle. Tiedonantovelvollisuus voi kohdistua kuitenkin myös oikeustoimen antamisen jälkeiseen aikaan tai se voi olla luonteeltaan välillistä. Lisäksi on mahdollista, että tiedonantovelvollisuus perustuu lakiin kirjoittamattomiin oppeihin tai yleisiin periaatteisiin.<sup>97</sup> Tiedonantovelvollisuuden sääntelyssä on

---

<sup>95</sup> Lauriala 2008, s. 118-119. Ks. yleisesti Cooter – Ulen 2016, s. 48.

<sup>96</sup> Lauriala 2008, s. 119-120 ja Agrawal – Catalini – Goldfarb 2013, s. 20. Ks. yleisesti Cooter – Ulen 2016, s. 48-49.

<sup>97</sup> Kaisto 2015, s. 311.

olennaista tiedon saatavuuden turvaamisen ohella myös se, että annetut tiedot ovat luotettavia ja totuudenmukaisia.

Vaikka tiedonantovelvollisuussäännöksen tavoitteena on lieventää informaation epäsymmetrisyyttä, ei niillä kuitenkaan voida vaikuttamaan henkilön kykyyn käsitellä saamia tietoja ja tehdä niiden perusteella päätöksiä. Olennaista on, että henkilöllä on saatavilla olevien tietojen pohjalta mahdollisuus tehdä rationaalisia päätöksiä.

Osakkeen liikkeeseenlaskua koskevat tiedonantovelvollisuussäännökset voidaan jakaa arvopaperimarkkinaoikeudellisiin, sopimusoikeudellisiin ja yhtiöoikeudellisiin säännöksiin. Lisäksi tiedonantovelvollisuuteen liittyy markkinointia koskevat kuluttajansuojaoikeudelliset säännökset. Yhtiöoikeudelliset tiedonantosäännökset koskevat yhtiön tiedonantovelvollisuutta osakkeenomistajia kohtaan ja ne on rajattu kappaleessa 1.3 esitetyin perusteluin tämän tutkimuksen ulkopuolelle.

Arvopaperimarkkinaoikeudellisia ja sopimusoikeudellisia tiedonantovelvollisuutta koskevia säännöksiä tarkasteltaessa tulee huomioida, että nämä oikeudenalat ovat osin päällekkäisiä: molempien tiedonantovelvollisuussäännöksillä tavoitellaan toisen osapuolen, sijoittajan, etujen suojaamista. Sopimusoikeuden voidaan katsoa olevan yksi arvopaperimarkkinaoikeuden osa-alue, mutta toisaalta arvoparioikeudellisen näkökulman voidaan katsoa olevan yleisen siviilioikeuden sääntelyn erityistapaus.<sup>98</sup> Näkemykseni mukaan tiedonantovelvollisuuden sisällön käsittelyn kannalta on kuitenkin käytännöllisempää jaotella säännökset niiden tarkoituksen mukaan. Tällöin arvopaperimarkkinaoikeudellisiksi tiedonantovelvollisuussäännöksiksi tulee määritellä ne säännökset, joiden tavoitteena on ensisijaisesti turvata arvopaperimarkkinoiden toimintaa ja luottamusta kaupankäyntiin. Vastaavasti sopimusoikeudellisiksi tiedonantovelvollisuussäännöksiksi voidaan määritellä säännökset, joilla turvataan ensisijaisesti toisen sopijapuolen etua ja luottamusta sopijapuolten välillä. Näkemykseni mukaan tämä jaottelu on toimiva säännellyn markkinan ensimarkkinoilla ja säännellyn markkinan ulkopuolella tapahtuvassa yleisöannissa, koska näissä tapauksissa osakkeen merkitsijän ja yhtiön välille voidaan katsoa syntyvän sopimussuhteen. Sen sijaan komissiokauppaan perustuvassa arvopaperikaupassa

---

<sup>98</sup> Makkula 2002, s.12 ja Timonen 1997, s. 180-181.

sijoittajansuojan käsitteeseen liittyy sekä sijoittajan taloudellisten etujen että kaupankäynnin luottamuksen turvaaminen.<sup>99</sup>

### 3.4 Tiedonantovelvollisuus arvopaperimarkkinoilla

Arvopaperimarkkinaoikeudelliset tiedonantovelvollisuussäännökset jaetaan vakiintuneesti tiedonantovelvollisuuteen ensimarkkinoilla ja tiedonantovelvollisuuteen jälkimarkkinoilla.<sup>100</sup> Tämä on perusteltua, koska ensimarkkinoiden ja jälkimarkkinoiden erityispiirteet ja oikeussuhteet eroavat toisistaan.<sup>101</sup> Ensimmäisten markkinoiden tiedonantovelvollisuus käsittää arvopaperimarkkinalain 4 luvun säännökset esitteen julkaisemisesta. Jälkimarkkinoille tiedonantovelvollisuuteen sisältyy arvopaperimarkkinalain 6 luvun jatkuvan ja 7 luvun säännöllisen tiedonantovelvollisuuden säännökset. Arvopaperimarkkinalain 1 luvun yleissäännökset koskevat sekä ensi- että jälkimarkkinaa.<sup>102</sup> Lisäksi arvopaperimarkkinaoikeudellisia tiedonantovelvollisuuksia ovat markkinoiden väärinkäyttöasetuksen sisäpiirintiedon julkistamista koskevat säännökset.<sup>103</sup>

Arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn tarkoituksena on arvopaperimarkkinoiden tehokkaan ja puolueettoman toiminnan turvaaminen.<sup>104</sup> Arvopaperimarkkinaoikeudellisilla tiedonantovelvollisuussäännöksillä pyritään lisäämään sijoittajakunnan luottamusta säänneltyä toimintaa kohtaan. Informaation epäsymmetrian vähentäminen ja saatavilla olevan tiedon lisääminen myös tehostaa markkinan toimintaa, koska transaktiokustannukset pienenevät ja sijoituskohteiden vertailu sekä sijoittajien päätöksenteko helpottuvat.<sup>105</sup> Arvopaperimarkkinalain tiedonantovelvollisuussäännöksillä pyritään kuitenkin myös vahvistamaan

---

<sup>99</sup> Arvopaperimarkkinoilla eli niin sanotuilla jälkimarkkinoilla kaupankäynti on kollektiivista, anonyymiä ja automaattista komissiokauppaa, jossa sopimussuhteiden rooli on perinteisiä siviilioikeuden soveltamisympäristöjä epämääräisempi. Ks. Rudanko 1998, s. 36 ja 239.

<sup>100</sup> HE 32/2012 vp, s. 52, Norros 2009, s.95 ja Knuts 2014, s. 795.

<sup>101</sup> Makkula 2002, s. 19.

<sup>102</sup> HE 32/2012 vp, s. 74. AML 1:3 kieltää totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon antamisen ja AML 1:4 velvoittaa pitämään riittävät tiedot saatavilla. Kolmas arvopaperimarkkinalain sisältämä yleissääntö kielto menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen (AML 1:2).

<sup>103</sup> AML 6 luvun mukaiseen jatkuvan tiedonantovelvollisuuden säännökset kumottiin markkinoiden väärinkäyttöasetuksen sisäpiirintiedon julkistamista koskevien säännösten voimaantulon myötä. Ks. HE 65/2016 vp, s. 19-20.

<sup>104</sup> HE 157/1988 vp, s. 3.

<sup>105</sup> Lauriala 2008, s. 391.

sijoittajansuojaa eli turvaamaan sijoittajan etuja.<sup>106</sup>

Edellisessä kappaleessa esittämäni jaottelun mukaisesti jälkimarkkinoita koskevat tiedonantovelvollisuussäännökset ovat luonteeltaan arvopaperimarkkinaoikeudellisia, koska niillä pyritään ensisijaisesti turvaamaan markkinoiden tehokas ja puolueeton toiminta. Ensimmäisiä koskevat tiedonantovelvollisuussäännökset ovat sen sijaan korostetusti tarkoitettu sijoittajan, sopijapuolen, edun turvaamiseksi sijoituspäätöstä tehtäessä, joten ne ovat esittämäni jaottelun mukaisesti ensisijaisesti sopimusoikeudellisia.<sup>107</sup> Näkemykseni mukaan sijoitusmuotoinen joukkorahoitus rinnastuu tiedonantovelvollisuuden osalta ensimmäiseen. Joukkorahoituslain ja joukkorahoitusasetuksen<sup>108</sup> sisältämät tiedonantovelvollisuussäännökset ovat siten luonnehdittavissa ensisijaisesti sopimusoikeudellisiksi tiedonantovelvollisuussäännöksiksi. Luokittelu ensimmäisen ja joukkorahoituksen tiedonantovelvollisuussäännösten osalta ei kuitenkaan ole niin selvä kuin jälkimarkkinoiden osalta, koska ensimmäisten ja joukkorahoituksen sääntelyllä pyritään myös luomaan markkinalle toimintaedellytyksiä ja torjumaan markkinahäiriöitä.<sup>109</sup>

### 3.5 Lojaliteettiperiaatteen mukainen tiedonantovelvollisuus

Lojaliteettiperiaate on yksi sopimusoikeuden kantavista oikeusperiaatteista, jonka mukaan sopijapuoli on käyttäytymisessään velvollinen ottamaan huomioon vastapuolen perustellut odotukset.<sup>110</sup> Sillä korostetaan sopimuksen

---

<sup>106</sup> HE 32/2012 vp, s. 75 ja HE 56/1998, s. 32-33.

<sup>107</sup> Myös Rudanko ja Makkula näkevät osakkeiden merkitsijän ja liikkeeseenlaskijan suhteen olevan ensimmäisillä sopimusoikeudellinen. Ks. Rudanko 1998, s. 57. Makkula katsoo kuitenkin, että arvopaperimarkkinain ensimmäisiä koskevat tiedonantovelvollisuussäännökset ovat sekä sopimusoikeudellisen että arvopaperimarkkina-oikeudellisen lojaliteettiperiaatteen ilmentyminä. Mielestäni Makkulan Rudangon kirjoituksen pohjalta esittämä arvopaperimarkkinaoikeudellisen lojaliteettiperiaatteen käsite ei sovellu tiedonantovelvollisuussäännösten systematisointiin, koska kyse ei ole perinteisen sopimusoikeudellisen lojaliteettiperiaatteen mukaisesta sopijapuolten suhteesta. Ks. Makkula 2002, s. 19-22 sekä Rudanko LM 1998, s. 78.

<sup>108</sup> Joukkorahoitusasetuksella tarkoitan valtiovarainministeriön asetusta joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuuden sisällöstä ja rakenteesta, joka on säädetty joukkorahoituslain 21 §:n nojalla ja jossa säädetään joukkorahoituslain 11 §:ssä tarkoitetusta joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuudesta.

<sup>109</sup> HE 157/1988 vp, s.3 ja Agrawal – Catalini – Goldfarb 2013, s. 20.

<sup>110</sup> Karhu – Tolonen 2012, s. 73 ja s. 94. Lojaliteettiperiaatetta ei löydy lainsäädännöstä nimenomaisesti, mutta esimerkiksi OikTL 33 §:n mukaista kunnian vastaisen ja arvottoman menettelyn kieltoa sekä OikTL 36 §:n mukaista kohtuuttoman ehdon sovittelusäännöstä voidaan pitää lojaliteettiperiaatteen ilmentyminä. Lojaliteettiperiaate on myös vahvistettu itsenäisenä ratkaisuperusteena

yhteistoimintaluonnetta sekä ennen kaikkea sopijapuolten tiedollista tasavertaisuutta. Lojaliteettiperiaatteen sisällön onkin katsottu ilmenevän konkreettisesti erityisesti tiedonantovelvollisuutena.<sup>111</sup> Lojaliteettiperiaatteen mukaisen lojaliteettivelvollisuuden merkitys siviilioikeuden yleisten oppien peruskäsitteenä on kasvanut viime vuosina.<sup>112</sup> Sopimusoikeudellisella lojaliteettivelvollisuudella tarkoitetaan sopijapuolen velvollisuutta ottaa huomioon myös vastapuolen edut kohtuullisessa määrin ilman, että sopijapuolen sopimuksesta aiheutuvat omat oikeudet vaarantuvat kohtuuttomasti.<sup>113</sup>

Lojaliteettiperiaatteen mukaisella tiedonantovelvollisuudella ymmärretään sopijapuolen velvollisuutta antaa sekä sopimuksentekovaiheessa että sopimuksen kestäessä toiselle osapuolelle sopimusta koskevia tietoja.<sup>114</sup> Tasavertaisuuden näkökulmasta kysymys on tiedollisen epätasaisuuden vähentämisestä. Lojaliteettiperiaatteen mukainen tiedonantovelvollisuus tarkoittaa yleistä tiedonantovelvollisuutta, joka on sopimustyyppikohtaista ja tulee erottaa erityisistä nimenomaisiin säännöksiin perustuvista tiedonantovelvollisuuksista.<sup>115</sup> Lojaliteettivelvollisuuden mukaista tiedonantovelvollisuutta sovelletaankin silloin, kun erityistä lainsäädännöksiin perustuvaa tiedonantovelvollisuutta ei ole.<sup>116</sup>

### **3.6 Yleisöannin tiedonantovelvollisuutta koskevat säädökset**

Yksityisen osakeyhtiön tiedonantovelvollisuuden osalta yleisöannilla tapahtuvassa joukkorahoituksessa sovellettavaksi voivat tulla useiden eri lakien säännökset. Seuraavassa tarkastelen yleisöannin järjestämistavan vaikutusta eri lakien säännösten sovellettavuuteen.

---

oikeuskäytännössä esim. KKO 2007:72 ja KKO 1993:130.

<sup>111</sup> Karhu – Tolonen 2012, s. 94. Ks. myös Ollila 2016, s. 935.

<sup>112</sup> Mähönen 2012, s. 125.

<sup>113</sup> Karhu – Tolonen 2012, s. 94 ja Mähönen 2012, s. 123.

<sup>114</sup> Mähönen 2012, s. 127.

<sup>115</sup> Pöyhönen näkee lojaliteettiperiaatteen luottamuksensuojaperiaatetta konkretisoivana normina ja on tarkastellut informaatiota ja sen jakamista avoimuusperiaatteen kautta, jossa nimenomaisen tiedonantovelvollisuuden sijaan toimijoilla on velvollisuus huolehtia informaation saatavuudesta ja laadusta. Ks. Pöyhönen 2003, s. 117 ja s.120-122.

<sup>116</sup> Lojaliteettivelvollisuuden mukaisesta tiedonantovelvollisuudesta esim. KKO 2007:72 ja KKO 1993:130 sekä Helsingin HO 21.8.1997 ja Turun HO 29.09.2010.



## *Joukkorahoituslaki*

Yksityisen osakeyhtiön yleisöanti voidaan edellisessä luvussa kuvatun mukaisesti järjestää hyödyntäen joukkorahoituksen välittäjän tarjoamaa palvelualustaa tai itsenäisesti esimerkiksi yhtiön omalla Internet -sivustolla. Joukkorahoituslain soveltamisalan rajoituksen vuoksi yleisöannin tiedonantovelvollisuus määräytyy näissä tapauksissa eri säädösten perusteella. Vain joukkorahoituksen välittäjää hyödyntävään sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen sovelletaan joukkorahoituslakia. Joukkorahoituslakia koskeneessa hallituksen esityksessä todetaan nimenomaisesti, että lailla ei ole vaikutusta tilanteisiin, joissa yhteisö elinkeinovapautensa perusteella tarjoaa yleisölle itsenäisesti omia arvopapereitaan esimerkiksi oman Internet -sivustonsa kautta hyödyntämättä järjestelyssä joukkorahoituksen välittäjää.<sup>117</sup>

## *Arvopaperimarkkinalaki*

Yleisöantiin arvopaperien yleiseen liikkeeseen saattamisena sovelletaan lähtökohtaisesti arvopaperimarkkinalain säännöksiä. Soveltuvan lainsäädännön kannalta on kuitenkin merkitystä sillä, ovatko merkittäväksi tarjottavat osakkeet siirtokelpoisia tai siirtokelvottomia. Arvopaperimarkkinalain soveltamisala on pääasiassa rajattu koskemaan sen 2 luvun 1 §:n määrittelemiä arvopapereita, joilta edellytetään vaihdantakelpoisuutta, joten siirtokelvottomia osakkeita koskevaan yleisöantiin ei sovelleta arvopaperimarkkinalain säännöksiä.<sup>118</sup> Vaikka osakeyhtiön osakkeet ovat lähtökohtaisesti siirtokelpoisia, voi niiden hankkimisille olla rajoituksia sopimuksen tai lainsäädännön perusteella.<sup>119</sup> Yleisesti käytetty tällainen rajoitus on osakeyhtiölain perusteella yhtiöjärjestykseen otettu lunastus- tai luovutus- eli suostumuslauseke.<sup>120</sup>

---

<sup>117</sup> HE 46/2016 vp, s. 102.

<sup>118</sup> Vaihdantakelpoisuuden vaatimus tulee MIFID I direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 18 alakohdasta sekä liitteen 1 C osan 1 kohdan käsiteestä 'siirtokelpoinen arvopaperi'.

<sup>119</sup> OYL 1:4:n mukaan osake voidaan rajoituksitta luovuttaa ja hankkia, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin.

<sup>120</sup> Ks. HE 157/1988 vp, s. 35 ja Knuts 2014, s. 787. Lunastus- ja suostumuslausekkeet ovat OYL 3:7:n ja 3:8:n perusteella yhtiöjärjestykseen otettuja määräyksiä, jotka rajoittavat osakkeiden hankkimista. Kyse ei ole kuitenkaan osakkeiden luovuttamisen rajoittamisesta. Ks. Mäntysaari 2002, s. 292-293. Luovutusrajoituksesta voidaan sopia esim. osakassopimuksessa, mutta tällainen sopimusehto ei

Joukkorahoituslain 1 §:n 5 momentissa on säädetty nimenomaisesti, että joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuuteen sovelletaan arvopaperimarkkinalain tiedonantovelvollisuussäännöksiä, mikäli kysymys on arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettujen siirtokelpoisten arvopapereiden tarjoamisesta ja välittämisestä. Kun kysymys on siirtokelvottomista osakkeista, ei arvopaperimarkkinalain tiedonantovelvollisuutta koskevat säännökset tule sovellettavaksi.<sup>121</sup> Joukkorahoituslakia koskeneen hallituksen esityksen perusteella joukkorahoituslain tiedonantovelvollisuussäännökset onkin sisällytetty lakiin osittain juuri siirtokelvottomia arvopapereita silmällä pitäen, koska niiden tapauksessa arvopaperimarkkinalain säännökset eivät tule sovellettavaksi.<sup>122</sup>

### *Kauppalaki*

Arvopaperien kauppa rinnastetaan irtaimen esineen kauppaan ja siten siihen sovelletaan arvopaperimarkkinaoikeudellisen erityislainsäädännön lisäksi myös toissijaisesti sovellettavan kauppalain säännöksiä.<sup>123</sup> Kauppalakia sovelletaan sekä markkinoilla että markkinoiden ulkopuolella tapahtuvaan arvopaperien kauppaan eikä arvopaperimarkkinalain soveltaminen sulje pois kauppalain sovellettavuutta.<sup>124</sup> Koska kauppalaki on kauppaa ja sopijapuolten välisiä suhteita sääntelevä yleislaki, kuuluvat sen soveltamisalaan myös siirtokelvottomat arvopaperit, jotka eivät kuulu arvopaperimarkkinalain soveltamisalaan.<sup>125</sup>

Yleisöannissa tapahtuva osakkeiden merkitseminen on edellä kappaleessa 2.4 esitetyn mukaisesti sopimukseen perustuvana vastikkeellisena saantona kauppa, jonka kohteena on arvopaperin tuoma oikeusasema. Siten kauppalain säännökset tulevat sovellettavaksi myös yleisöantiin liittyvissä sopimuksissa.

---

luonnollisestikaan koske kolmansia eli mahdollista luovutuksen saajaa.

<sup>121</sup> Siirtokelvottomat osakkeet eivät ole myöskään sijoituspalvelulain 1 luvun 10 §:n mukaisia rahoitusvälineitä, joten ne jäävät arvopaperimarkkinalain soveltamisalan ulkopuolelle. Ks. HE 46/2016 vp, s. 20, 62, 76 ja s. 80.

<sup>122</sup> HE 46/2016 vp, s. 103.

<sup>123</sup> HE 93/1986 vp, s. 48 ja HE 157/1988 vp, s. 13.

<sup>124</sup> HE 157/1988 vp, s. 13.

<sup>125</sup> HE 93/1986 vp, s. 14 ja s. 48. Lain 1 §:n 1 momentin yksityiskohtaisissa perusteluissa todetaan lain koskevan oikeuksien kauppaa, mitä myös siirtokelvottoman osakkeen kauppa on.

Kauppalain säännökset ovat tahdonvaltaisia ja sopijapuolten sopimusvapauden piirissä, mutta niiden soveltamisesta voidaan poiketa myös vakiintuneen sitovaksi katsottavan kauppatavan perusteella.<sup>126</sup> Kauppalain esitöiden mukaan arvopaperien luovutuksen osalta on huomioitava niiden erityisluonne sekä arvopaperioikeudelliset periaatteet, jotka syrjäyttävät kauppalaain säännökset.<sup>127</sup> Kauppalain säännöksiä sovellettaessa yleisöantiin onkin otettava huomioon merkintään liittyvien sopimusasiakirjoiksi katsottavien antiehtojen ja esitteiden lisäksi myös osakemerkinnän erityisluonne, arvopaperioikeudelliset periaatteet ja vakiintuneet kaupankäyntitavat.<sup>128</sup> Lisäksi on huomioitava, että kauppalain 4 §:n mukaan sen säännöksiä ei sovelleta, mikäli kuluttajansuojalain säännöksistä johtuu muuta.

### *Kuluttajansuojalaki*

Mikäli yleisöannissa yhtiön osakkeita merkitsee luonnollinen henkilö, on kyse elinkeinonharjoittajan ja kuluttajan välisestä sopimuksesta ja sovellettavaksi tulevat myös kuluttajansuojalain säännökset.<sup>129</sup> Kuluttajansuojalain tullessa voimaan vuonna 1978 arvopaperikauppa ei kuulunut sen soveltamisalaan.<sup>130</sup> Lain soveltamisalaa laajennettiin kuitenkin vuonna 1994 koskemaan myös arvopapereita ja muita sijoituskohteita. Muutoksen tarkoituksen ja sitä koskevan hallituksen esityksen perusteella voidaan päätellä, että soveltamisalaa laajennettiin kattamaan myös arvopaperimarkkinoiden ulkopuolinen kaikenlainen sijoitusomaisuus, mukaan lukien siirtokelvottomat yksityisten osakeyhtiöiden osakkeet.<sup>131</sup> Muutoksen jälkeen arvopaperimarkkinalain soveltamisalaan kuuluvien arvopaperien kuluttajiin kohdistuvan markkinoinnin osalta kuluttajansuojalain ja arvopaperimarkkinalain säännöksiä on sovellettu rinnakkain.<sup>132</sup>

---

<sup>126</sup> KL 3 § sekä HE 93/1986 vp, s. 14 ja s. 50.

<sup>127</sup> HE 93/1986 vp, s.48.

<sup>128</sup> Astola 1990, s. 17.

<sup>129</sup> KSL 1:4:n mukaan kuluttajana pidetään luonnollista henkilöä, joka hankkii kulutushyödykkeen pääasiassa muuhun tarkoitukseen kuin harjoittamaansa elinkeinotoimintaa varten. KSL 1:5:n mukaan elinkeinonharjoittajalla tarkoitetaan luonnollista henkilöä taikka yksityistä tai julkista oikeushenkilöä, joka tuloa tai muuta taloudellista hyötyä saadakseen ammattimaisesti pitää kaupan, myy tai muutoin tarjoaa kulutushyödykkeitä vastiketta vastaan hankittaviksi.

<sup>130</sup> HE157/1988 vp, s. 13 ja HE 360/1992 vp, s. 6. Ks. myös Hoppu 2004, s.121.

<sup>131</sup> HE 360/1992 vp, s. 7.

<sup>132</sup> HE 360/1992 vp, s. 7. Ks. myös Hoppu 2004, s. 132.

Vanhan sittemmin kumotun arvopaperimarkkinalain säännöksissä oli nimenomainen maininta kuluttajansuojalain 2 luvun markkinointia koskevien säännösten soveltumisesta arvopaperien kuluttajiin kohdistuvaan markkinointiin.<sup>133</sup> Vaikka nykyisen arvopaperimarkkinalain säännöksistä kyseiset maininnat puuttuvat, ei arvopaperimarkkinalainsäädännön uudistamisessa ole puututtu kuluttajansuojalain soveltamisalaan ja kuluttajansuojalain markkinointisäännösten soveltuvuus on mainittu lain esitöissä.<sup>134</sup>

Markkinointia koskevien säännösten lisäksi kuluttajansuojalakiin lisättiin vuonna 2005 voimaan tullessa muutoksessa erityinen luku, jonka säännökset koskevat rahoituspalvelujen ja rahoitusvälineiden etämyyntiä elinkeinonharjoittajalta kuluttajalle.<sup>135</sup> Kyseisessä kuluttajansuojalain 6 a luvussa säädetään nimenomaisesti elinkeinonharjoittajan tiedonantovelvollisuuksista. Säännöksiä koskevan hallituksen esityksen mukaan säännösten soveltaminen ei ole riippuvainen siitä, edellytetäänkö elinkeinonharjoittajalta lain mukaan toimilupaa tai rekisteröintiä vaan kyseiset säännökset tulevat sovellettavaksi kaikkien elinkeinonharjoittajien harjoittamaan rahoituspalveluiden ja rahoitusvälineiden etämyyntiin.<sup>136</sup> Vaikka säännöksissä tai esitöissä ei ole nimenomaisesti mainittu säännösten soveltumista myös siirtokelvottomiin arvopapereihin, on säännösten yksityiskohtaisten perustelujen perusteella pääteltävissä, että luvun 1 §:n 1 momentin 8) -kohta sisältää myös siirtokelvottomuuden vuoksi arvopaperimarkkinalain soveltamisalan ulkopuolelle jäävät arvopaperit.<sup>137</sup>

Kuluttajansuojalain 5 luvun kuluttajankauppaa koskevia säännöksiä ei sovelleta arvopaperien tai muiden oikeuksien kauppaan, vaikka ne kuuluvatkin kauppalain soveltamisalueeseen.<sup>138</sup> Lisäksi kuluttajansuojalain säännösten soveltamisalueen

---

<sup>133</sup> vAML 2:1 ja vAML 4:1. Ks. HE 32/2008 vp, s. 29 ja 40.

<sup>134</sup> HE 32/2012 vp, s. 97.

<sup>135</sup> HE 122/2004 vp, s. 9. KSL 6 a luku.

<sup>136</sup> HE 122/2004 vp, s. 15.

<sup>137</sup> HE 122/2004 vp, s. 18. Hallituksen esityksessä tyypillisiksi rahoitusvälineiksi nimetään arvopaperit, joihin sovelletaan arvopaperimarkkinalain säännöksiä. Ks. s. 9. Esityksessä esitetyt esimerkit muista rahoitusvälineistä, joihin säännökset soveltuvat, mutta joihin ei sovelleta arvopaperimarkkinalakia, ei voida katsoa kattavan kaikkia soveltamisalaan kuuluvia rahoitusvälineitä. Esimerkkinä on kuitenkin mainittu myös yksityisen osakeyhtiön osakkeet, jotka eivät ole yleisön käytössä olevan kaupankäyntimenettelyn kohteena.

<sup>138</sup> HE 360/1992 vp, s.47

ulkopuolelle jäävät sellaisten ammattimaisten sijoittajien arvopaperikaupat, joiden ei katsota olevan kuluttajan asemassa.<sup>139</sup>

#### *Yhteenveto tiedonantovelvollisuutta sääntelevän lainsäädännön soveltumisesta*

Edellä tässä kappaleessa tarkasteltu yleisöannin tiedonantovelvollisuutta sääntelevä lainsäädäntö ja sen soveltuvuus kussakin tilanteessa voidaan havainnollistaa taulukolla 1. Säädösten soveltamisjärjestys tulee huomioida yksittäisiä säännöksiä sovellettaessa. Taulukossa säädökset on lueteltu niiden pääasiallisessa soveltamisjärjestyksessä alkaen ensiksi sovellettavasta säädöksestä. Yksittäisessä soveltamistilanteessa tulee kuitenkin huomioida myös muiden mahdollisesti sovellettavaksi tulevien säädösten säännökset sekä sopimusoikeuden yleisten periaatteiden mukainen riittävien tietojen antaminen sopijakumppanille.<sup>140</sup>

	<b><i>siirtokelpoinen osake</i></b>	<b><i>siirtokelvoton osake</i></b>
<b><i>yleisöanti välittäjän kautta</i></b>	Joukkorahoituslaki Arvopaperimarkkinlaki Kuluttajansuojalaki Kauppalaki	Joukkorahoituslaki Kuluttajansuojalaki Kauppalaki
<b><i>yleisöanti ilman välittäjää</i></b>	Arvopaperimarkkinlaki Kuluttajansuojalaki Kauppalaki	Kuluttajansuojalaki Kauppalaki

Taulukko 1. Yleisöannin tiedonantovelvollisuutta sääntelevät lait

Oikeuden kollisionormien<sup>141</sup>, kuten *lex specialis* -säännön, huomioimisen lisäksi säännöksiä sovellettaessa tulee huomioida nimenomaiset soveltamisjärjestystä

<sup>139</sup> HE 32/2012 vp, s. 57. AML 3:5 määrittelee erikseen kokeneen sijoittajan ja myös oikeustapauksissa on erotettu ammattimaiset sijoittajat kuluttajan asemassa olevista sijoittajista, esim. Helsingin hovioikeuden ratkaisu 16.9.2004 asiassa TJ Group Oyj.

<sup>140</sup> HE 11/2015 vp, s. 17.

<sup>141</sup> Kollisionormeiksi kutsutaan normeja, joilla pyritään ratkaisemaan lainsoveltamisen ristiriitoja tilanteissa, jossa samaa tilannetta sääntelee enemmän kuin yksi säännös ja säännösten yhtäaikainen noudattaminen on mahdotonta. Vakiintuneita kollisionormeja ovat ylemmän (*lex superior derogat legi inferiori*), myöhemmän (*lex posterior derogat legi priori*) ja erityisemmän (*lex specialis derogat legi generali*) säännöksen soveltaminen. Ks. Turunen 2004, s. 1.

koskevat säännökset. Kauppalain 4 § on nimenomainen säännös kuluttajansuojalain säännösten ensisijaisesta soveltamisesta suhteessa kauppalain säännöksiin. Sen sijaan kuluttajansuojalain ja arvopaperimarkkinalain säännöksiä sovelletaan rinnakkain.<sup>142</sup> Rinnakkainen soveltaminen tarkoittaa nähdäkseni sitä, että säännökset täydentävät toisiaan. Kuluttajansuojalain ja arvopaperimarkkinalain välistä mahdollista ristiriitaa ei voi ratkaista suoraan kollisionormien perusteella vaan tilanteessa tulee huomioida lakien suojaobjektit: kuluttajansuojalain tarkoitus on suojata kuluttajaa, kun taas arvopaperimarkkinalain tarkoitus on suojata arvopaperimarkkinoiden puolueettomuutta ja tehokkuutta sijoittajansuojan ollessa erän keino tuon tarkoituksen toteuttamisessa.<sup>143</sup> Näkemykseni mukaan on selvää, että yleisöantina toteutetun joukkorahoituksen tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on ensisijaisesti kuluttajasijoittajan edun suojaaminen, joten normiristiriidan tapauksessa olisi sovellettava kuluttajansuojalain säännöksiä.<sup>144</sup> Kuitenkin siltä osin kuin arvopaperimarkkinalain sisältää kuluttajansuojalakia täsmällisempiä säännöksiä tiedonantovelvollisuudesta, arvopaperimarkkinalain säännökset syrjäyttävät kuluttajansuojalain säännökset.<sup>145</sup>

Joukkorahoituslain 1 §:n 5 momentin mukaan myös joukkorahoituslain ja arvopaperimarkkinalain tiedonantosäännöksiä sovelletaan rinnakkain. Näkemykseni mukaan joukkorahoituslakia on pidettävä erityislakina ensisijaisena siten, että arvopaperimarkkinalain tiedonantovelvollisuutta koskevat säännökset vain täydentävät joukkorahoituslain tiedonantovelvollisuussäännöksiä. Tähän voidaan päätyä myös asiakkaansuojan samantasoisuuden ja säännöksessä käytetyn sanamuodon perusteella.<sup>146</sup> Myös talousvaliokunta totesi joukkorahoituslakia koskeneen hallituksen esityksen käsittelyn yhteydessä, että arvopaperimarkkinalain mukainen tiedonantovelvollisuus ei ole tarkoituksenmukainen joukkorahoituksen kontekstissa.<sup>147</sup>

---

<sup>142</sup> HE 360/1992 vp, s. 7. Ks. myös Hoppu 2004, s. 132.

<sup>143</sup> Ks. Hoppu 2004, s. 133 ja Rudanko 1998, s. 65.

<sup>144</sup> Joukkorahoituslain tiedonantovelvollisuussäännös 11 § on luvussa 3, jonka otsikko on asiakkaansuoja. Tietojen julkistamista on perusteltu säännöksessä sillä, että se mahdollistaa perustellun arvion tekemiseksi joukkorahoituksen saajasta ja tarjouksen. Suojaobjekti on tässäkin selvästi sijoittaja. Ks. HE 46/2016 vp, s. 118.

<sup>145</sup> HE 32/2008 vp, s. 29.

<sup>146</sup> HE 46/2016 vp, s. 103. Säännöksen sanamuoto on ”säädetään lisäksi arvopaperimarkkinalaissa”.

<sup>147</sup> TaVM 16/2016 vp, 11 §:n yksityiskohtaiset perustelut.

Lisäksi yksittäisessä soveltamistilanteessa tulee huomioida, että jotkin säännökset voivat tulla sovellettavaksi *ex analogi* tai vakiintuneeseen kauppatapaan kuuluvana.<sup>148</sup> Joukkorahoituslakia koskeneessa hallituksen esityksessä on todettu, että ”liiketoimintamallista ja konkreettisen varainhankintajärjestelyn olosuhteista riippuen tietyt yksittäiset joukkorahoituslain säännökset kuten hyvä joukkorahoitustapa voivat tulla sovellettavaksi *ex analogi*”.<sup>149</sup> Näkemykseni mukaan konkreettiset tiedonantovelvollisuudet, kuten esimerkiksi joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuudesta annetun Valtiovarainministeriön asetuksen mukaisen perustietoasiakirjan laatiminen, eivät voi tulla sovellettavaksi ilman, että joukkorahoituslaki soveltuu kyseiseen järjestelyyn.

---

<sup>148</sup> Laintulkinnassa on mahdollista tietyissä tilanteissa laajentaa analogisesti lakitekstin käsitettä, mihin viitataan usein käsitteellä *ex analogi*.

<sup>149</sup> HE 46/2016 vp s. 102.

## 4 TIEDONANTOVELVOLLISUUSSÄÄNNÖSTEN SISÄLTÖ

### 4.1 Arvopaperimarkkinalain mukainen tiedonantovelvollisuus

Arvopaperimarkkinalain ensimarkkinoita koskevat tiedonantovelvollisuussäännökset voivat tulla sovellettavaksi yksityisen osakeyhtiön yleisöannissa.<sup>150</sup> Ensimmäikkinoitten tiedonantovelvollisuuteen soveltuvat arvopaperimarkkinalain 1 luvun yleissäännökset sekä arvopaperimarkkinalain 4 luvun säännökset esitteen julkaisemisesta.

Arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 § kieltää hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen menettelyn. Kyseessä on yleissäännös, joka kattaa koko lain soveltamisalan ja kaikki toimijat, mukaan lukien yksityissijoittajat. Hallituksen esityksen mukaan kiello koskee esimerkiksi toimia tai laiminlyöntejä, jotka liittyvät arvopaperien markkinointiin, yleiseen liikkeeseen saattamiseen, yleisölle tarjoamiseen ja arvopaperien kauppaan sekä tiedonantovelvollisuussäännösten täyttämiseen. Tällä yleissäännöksellä korostetaan sitä, että kaikkien arvopaperimarkkinoilla toimivien tulee noudattaa menettelytapoja, jotka ovat sopusoinnussa arvopaperimarkkinalainsäädännön yksityiskohtaisten säännösten sekä lainsäädännön tarkoituksen kanssa.<sup>151</sup> Vaikka AML 1:2 ei sisällä nimenomaista mainintaan sopimattomasta menettelystä, voidaan säännöksen kuitenkin katsoa tarkoittavan myös sopimattoman menettelyn olevan kiellettyä arvopaperimarkkinoilla.<sup>152</sup>

Toinen arvopaperimarkkinalain 1 luvun yleissäännös on 3 §:n mukainen kiello antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja arvopaperien ja muiden rahoitusvälineiden markkinoinnissa ja vaihdannassa. Lainkohta kuuluu seuraavasti:

”Arvopaperien ja muiden rahoitusvälineiden markkinoinnissa ja vaihdannassa, joka tapahtuu elinkeinotoiminnassa, sekä täytettäessä tämän lain mukaista tiedonantovelvollisuutta ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja.

---

<sup>150</sup> Arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuussäännöksistä osa kohdistuu ensisijaisesti vain ensi- tai jälkimarkkinoille ja osa sekä ensi- että jälkimarkkinoille. Ks. Norros 2009, s.95.

<sup>151</sup> HE 32/2012 vp, s. 94-95.

<sup>152</sup> vAML 2:1:n mukainen vastaava säännös sisälsi maininnan sopimattomasta menettelystä, mutta nykyiseen säännökseen sen sisällyttämistä ei katsottu tarpeelliseksi, koska sopimaton menettely on yleensä myös hyvän tavan vastaista. Ks. HE 32/2012 vp, s. 96.



Tieto, jonka totuudenvastaisuus tai harhaanjohtavuus käy ilmi tiedon esittämisen jälkeen ja jolla saattaa olla olennaista merkitystä sijoittajalle, on viivytyksettä oikaistava tai täydennettävä riittävällä tavalla.”

Tämä yleissäännös kattaa AML 1:2:n tavoin koko lain soveltamisalan, mutta sen soveltuminen edellyttää kuitenkin, että arvopaperien vaihdannan ja markkinoinnin on tapahduttava elinkeinotoiminnassa.<sup>153</sup> Säännös kohdistuu erityisesti ja nimenomaisesti toimintaan, joka liittyy tiedonantovelvollisuussäännösten täyttämiseen. Lisäksi säännös edellyttää, että mahdollisesti esitetty totuudenvastainen tai harhaanjohtava sijoittajien kannalta olennainen tieto on viivytyksettä oikaistava tai täydennettävä riittävällä tavalla. Lainkohdan rikkominen ei kuitenkaan edellytä, että on rikottu jonkin nimenomaisen tiedon antamiseen velvoittavaa säännöstä tai tiettyä nimettyä tahoa koskevaa tiedonantovelvollisuutta.<sup>154</sup> Totuudenvastaisen tai harhaanjohtavien tietojen antamisen kieltä on negatiiviseen totuusvelvollisuuden muotoon puettuna säännöksenä hyvin laaja koko arvopaperilain soveltamisalan kattava säännös ja vaikuttaa kaikkien arvopaperimarkkinalain tiedonantovelvollisuussäännösten taustalla.<sup>155</sup> Säännöksen tarkoittaman totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon edellytetään kuitenkin olemaan omiaan vaikuttamaan sijoittajan sijoituspäätökseen. Lain esitöiden mukaan tiedon harhaanjohtavuutta ja vaikuttavuutta on arvioitava tiedon vastaanottajan näkökulmasta siten, että yleisölle suunnatussa markkinoinnissa sitä on arvioitava ankarammin kuin kokeneille tai ammattimaisille sijoittajille suunnatussa markkinoinnissa.<sup>156</sup>

Kolmas arvopaperimarkkinalain 1 luvun yleissäännös on 4 §:n mukainen velvoite pitää tasapuolisesti ja johdonmukaisesti saatavilla riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Säännös korostaa tasapuolisuuden ja johdonmukaisuuden periaatteita tiedottamisessa arvopaperimarkkinoille sekä asettaa positiivisen tiedonantovelvollisuuden, joka täydentää 3 §:ssä säädettyä kieltoa.<sup>157</sup> Lainkohta kuuluu seuraavasti:

---

<sup>153</sup> Elinkeinotoiminnan käsite on tässä yhteydessä ymmärrettävä laajasti sisältäen kaiken ammattimaisesti harjoitettua taloudelliseen tulokseen tähtäävää toiminnan. Ks. Knuts 2014, s. 790.

<sup>154</sup> HE 32/2012 vp, s. 97.

<sup>155</sup> Astola 1990, s. 73.

<sup>156</sup> HE 32/2012 vp, s. 98. Ks. myös Knuts 2014, s. 790.

<sup>157</sup> HE 11/2015 vp, s. 36. Ks. myös Astola 1990, s. 75 ja Norros 2009, s. 102.

”Joka itse tai toimeksiannon nojalla tarjoaa arvopapereita tai hakee arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään tai jolla on 3–9 tai 11 luvun nojalla tiedonantovelvollisuus sijoittajia kohtaan, on velvollinen pitämään sijoittajien saatavilla tasapuolisesti ja johdonmukaisesti riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon.”

Muista yleissäännöksistä poiketen tätä säännöstä ei sovelleta arvopaperien markkinointiin.<sup>158</sup> Säännöksessä säädetään kuitenkin yleisestä velvollisuudesta, jota sovelletaan laajasti arvopaperien tarjoamiseen.<sup>159</sup> Finanssivalvonnan tulkinnan ja ohjeen mukaan AML 1:4 koskee kaikkia säännöksessä tarkoitettuja tahoja riippumatta siitä, ovatko kyseiset arvopaperit kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä vai eivät.<sup>160</sup> Vaikka säännöstä sovelletaan pääasiassa arvopaperimarkkinalain 3 - 9 tai 11 lukuun perustuvaan tiedonantovelvollisuuteen, sitä sovelletaan arvopaperien tarjoamisen yhteydessä myös sellaiseen arvopaperien tarjoamiseen, jossa ei synny velvollisuutta julkaista esitettä.<sup>161</sup> Yksityisen osakeyhtiön yleisöantina toteutettava joukkorahoitus ei yleensä synnytä velvollisuutta esitteen julkaisemiseen, koska annin kokonaismäärä ei tyypillisesti ylitä säädettyjä yhteenlasketun vastikkeen raja-arvoja.<sup>162</sup> Hallituksen esityksen mukaan tällaisessa tilanteessa riittävät tiedot on pidettävä muuten tarjouksen kohderyhmänä olevien sijoittajien saatavilla, esimerkiksi osakkeiden virtuaalisessa tai fyysisessä myyntipaikassa.<sup>163</sup> Finanssivalvonnan ohjeen mukaan kyseisessä tilanteessa tiedonantovelvollisuuden taso tulee suhteuttaa kohderyhmän sijoituskokemukseen, sijoittajien tietämykseen kyseisistä arvopapereista tai liikkeeseenlaskijoista sekä muihin mahdollisiin tarjoukseen liittyviin erityispiirteisiin. Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan AML 1:4:n perusteella annettavien tietojen laajuus tulee vastata miltei kansallisen esitteen sisältövaatimuksia silloinkin, kun

---

<sup>158</sup> HE 32/2012 vp, s. 99.

<sup>159</sup> Säännös vastaa vAML 2:2:ää, jonka esitöissä puhutaan arvopapereiden yleiseen liikkeeseen laskemisesta. Ks. ja HE 157/1988 vp, s. 25 ja HE 32/2016 vp, s. 99. Arvopaperin tarjoaminen kattaa yläkäsitteenä uusien arvopaperien liikkeeseenlaskun ja merkittäväksi tarjoamisen sekä aiemmin liikkeeseen laskettujen arvopaperien myynnin. Ks. Norros 2009, s. 102.

<sup>160</sup> Finanssivalvonnan ohje 6/2013, s. 12.

<sup>161</sup> HE 11/2015 vp, s. 17 ja s. 36 sekä HE 32/2012 vp, s. 99-100.

<sup>162</sup> Esitteen julkaisemisvelvollisuuteen vaikuttavat raja-arvot ks. s. 41-42.

<sup>163</sup> HE 32/2012 vp, s. 100.

esitteen julkaisuvelvoitetta ei ole, jos tietojen suppeampaa tasoa ei voida perustella kohderyhmän sijoituskokemuksella, tietämyksellä tai muilla erityisillä syillä.<sup>164</sup>

Arvopaperimarkkinalain 4 luvun 1 § asettaa velvollisuuden julkaista esite, kun arvopapereita tarjotaan yleisölle ja haetaan arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle.<sup>165</sup> Esite tulee julkaista ennen tarjouksen voimaantulo tai arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle ja se on pidettävä yleisön saatavilla tarjouksen voimassaoloajan. AML 4:6:n mukaisesti esitteessä on annettava sijoittajalle johdonmukaisessa ja helposti ymmärrettävässä muodossa riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta sekä mahdollisesta takaajasta. Lisäksi esitteessä on oltava olennaiset ja riittävät tiedot kaikista arvopaperien arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista, kuten liikkeeseenlaskijan ja mahdollisen takaajan varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta ja tulevaisuudennäkymistä sekä arvopapereihin liittyvistä oikeuksista. Arvopaperimarkkinalain 4 luku sisältää säännöksiä esitteen julkaisemisesta, sen rakenteesta, osista, sisällöstä, korjaamisesta, täydentämisestä ja voimassaolosta sekä hyväksyttämistä. Lisäksi tarkempia säännöksiä esitteen rakenteesta ja sisällöstä on AML 5:11:n nojalla annettu valtiovarainministeriön asetuksessa.<sup>166</sup> AML 4:6.3:n mukaisesti esitteitä on kahdentyyppisiä: esitedirektiivin mukaisia niin sanottuja EU-esitteitä ja kansallisia arvopaperimarkkinalain sekä VM:n asetuksen mukaisia esitteitä. Lisäksi esitteet voidaan jaotella tarjous- ja listalleottoesitteiksi sen perusteella, syntyykö esitteen laatimisvelvollisuus arvopapereiden tarjoamisen vai arvopapereiden listaamisen perusteella, vaikka tällä ei olekaan merkitystä itse esitteen sisältöön.<sup>167</sup> EU-esite tulee laatia aina, kun arvopapereita haetaan kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai kun tarjouksen kokonaismäärä Euroopan talousalueella edeltävältä 12 kuukauden ajalta laskettuna on vähintään viisi miljoonaa euroa.

---

<sup>164</sup> Finanssivalvonnan ohje 6/2013, s. 13.

<sup>165</sup> AML 2 luvun 12 §:n mukaan arvopaperien yleisölle tarjoamisella tarkoitetaan henkilöille suunnattua viestintää, jossa annetaan tai jonka tarkoituksena on antaa tarjouksen ehdoista ja tarjotusta arvopaperista riittävät tiedot arvopaperia koskevan osto- tai merkintäpäättöksen tekemiseksi. Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan myös yhtiön osakkeenomistajille suunnatut arvopaperitarjoukset ovat AML 2 luvun 12 §:ssä tarkoitettua arvopaperien tarjoamista yleisölle. Ks. Finanssivalvonnan ohje 6/2013, s. 15.

<sup>166</sup> Valtiovarainministeriön asetus arvopaperimarkkinalain 3–5 luvussa tarkoitetuista esitteistä, 1019/2012.

<sup>167</sup> Knuts 2014, s. 797.

Velvollisuus julkaista esite on keskeinen tiedonantovelvollisuuden elementti haettaessa arvopapereita julkisen kaupankäynnin kohteeksi tai tarjottaessa arvopapereita yleisölle. Esitteen julkaisemista koskeva sääntely perustuu esitedirektiivin<sup>168</sup> 3 artiklan mukaiseen säännökseen.<sup>169</sup> Esitedirektiivi mahdollistaa kuitenkin useita poikkeuksia velvollisuudesta julkaista esite, kun arvopapereita tarjotaan yleisölle. Näistä poikkeuksista, jotka koskevat rajatulle kohderyhmälle tarjoamista tai määrältään vähäisiä tarjouksia, on säädetty AML 4:3:ssä.<sup>170</sup> Yksityisen osakeyhtiön yleisöantina toteutettavan joukkorahoituksen kannalta AML 4:3.1:n 4 kohdan raja-arvo on merkityksellinen, koska sen mukaan esitettä ei tarvitse julkaista, mikäli arvopapereita tarjotaan Euroopan talousalueella 12 kuukauden aikana yhteenlasketulta vastikkeeltaan alle 2 500 000 euron määrä. Tämän säännöksen perusteella osakepohjaisessa joukkorahoituksessa ei yleensä synnytä velvollisuutta esitteen julkaisemiseen, koska annin kokonaismäärät ovat tyypillisesti selvästi alle kyseisen raja-arvon. Arvopaperimarkkinalain luvun 4 sisältämään sääntelyä sovelletaan AML 3:1:n perusteella kuitenkin myös esitedirektiivin soveltamisalan ulkopuolella, jos arvopapereita tarjotaan yleisölle, vaikka velvollisuutta esitteen laatimiseen ei ole lainkaan tai, jos riittää, että laaditaan kansalliseen sääntelyyn perustuva esite.<sup>171</sup>

Arvopaperimarkkinalain mukaista esitedirektiiviin perustuvaa esitteen julkaisemisvelvollisuutta tarkasteltaessa tulee huomioida EU:n esiteasetus<sup>172</sup> ja sen aiheuttamat tulevat muutokset esitteen julkaisemisvelvollisuuteen ja arvopaperimarkkinalakiin. Esiteasetuksen säännökset eivät eroa merkittävästi nykyisestä sääntelystä ja sisällöllisesti keskeisimmät erot liittyvät esitteen sisältövaatimuksiin. Merkittävin muutos on luonnollisesti asetuksen säännösten suora sovellettavuus ja siitä aiheutuva kansallisen sääntelyn kumoaminen. Luonnoksessa

---

<sup>168</sup> Esitedirektiivillä tarkoitetaan Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviä 2003/71/EY arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta.

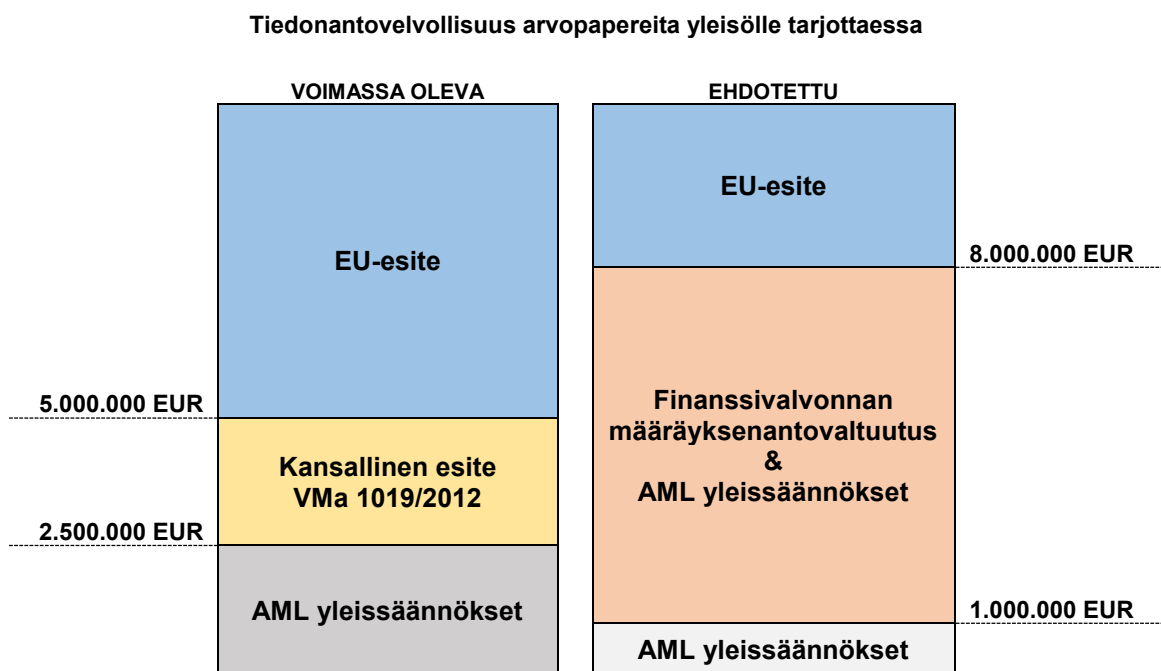
<sup>169</sup> HE 32/2012 vp, s. 11 ja s. 107.

<sup>170</sup> HE 32/2012 vp, s.108.

<sup>171</sup> HE 32/2012 vp, s. 106.

<sup>172</sup> Euroopan parlamentti ja neuvosto antoivat 14 päivänä kesäkuuta 2017 asetuksen (EU) N:o 1129/2017 arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä ja esitedirektiivin 2003/71/EY kumoamisesta. Asetus tulee voimaan asteittain ja sitä sovelletaan kokonaisuudessaan 21.7.2019 alkaen.

hallituksen esitykseksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ehdotetaan muun muassa arvopaperimarkkinalain 4 ja 5 lukujen kumoamista, VM:n asetukseen perustuvasta kansallisesta esitteestä luopumista ja sen korvaamista Finanssivalvonnan määräyksenantovaltuudella sekä nykyisestä 2 500 000 euron kynnysarvosta luopumista ja ylimmän kynnysarvon korottamista kahdeksaan miljoonaan euroon.<sup>173</sup> Siten tulevaisuudessa säännellyn markkinan ulkopuolella esitteitä laaditaan selvästi entistä harvemmin. Nähtäväksi kuitenkin jää, mikä tulee olemaan Finanssivalvonnan määräysten mukaisen tiedonantovelvollisuuden laajuus ja määräysten soveltamisala. Kuten kuviosta 1 voidaan päätellä, on mahdollista, että välillä 1-2,5 miljoonaan olevien tarjousten osalta sääntely lisääntyy, vaikka esiteasetuksen tavoitteena on nimenomaisesti vähentää hallinnollista taakkaa erityisesti pk-yritysten ja muiden pienten liikkeeseenlaskijoiden keskuudessa.<sup>174</sup>



Kuvio 1. Voimassa oleva ja ehdotettu uusi esitesääntely<sup>175</sup>

<sup>173</sup> Valtiovarainministeriön lausuntopyynnön liite 24.07.2017, s. 16-18.

<sup>174</sup> Esiteasetuksen johdanto-osan kohta 51.

<sup>175</sup> Valtiovarainministeriön lausuntopyynnön liite 24.07.2017, s. 17.

## 4.2 Joukkorahoituslain mukainen tiedonantovelvollisuus

Vaikka joukkorahoituslain sääntely kohdistuu pääasiassa joukkorahoituksen välittäjään, sisältää se tiedonantovelvollisuuden osalta myös joukkorahoituksen saajaa koskevaa sääntelyä.<sup>176</sup>

Lain 1 §:n 5 momentin mukaan joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuuden osalta sovellettavaksi tulevat joukkorahoituslain säännösten lisäksi myös arvopaperimarkkinalain tiedonantovelvollisuussäännökset, jos joukkorahoituksessa tarjotaan ja välitetään arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita. Mikäli yleisöannissa tarjottaviin osakkeisiin ei kohdistu luovutusrajoituksia yhtiöjärjestyksen määräyksen tai sopimuksen perusteella, kyse on siirtokelpoisesta arvopaperimarkkinalain soveltamisalaan kuuluvasta arvopaperista. Tällaisessa tilanteessa soveltuvia arvopaperimarkkinalain tiedonantovelvollisuussäännöksiä käsittelee edellisessä kappaleessa.

Joukkorahoituslain asiakkaansuojaa koskevan 3 luvun 11 §:n mukainen tiedonantovelvollisuus koskee erityisesti joukkorahoituksen saajaa. Sen 1 momentissa on kielletty joukkorahoituksen markkinoinnin yhteydessä antamasta totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa sekä veloitettu viipymättä oikaisemaan ja täydentämään tiedot riittävällä tavalla, jos tiedoilla saattaa olla olennaista merkitystä sijoittajalle. Säännöksen sanamuodon perusteella kynnys tietojen oikaisemiseen ja täydentämiseen tulisi nähdäkseni olla hyvin matala. Säännös vastaa kokonaisuudessaan olennaisesti AML 1:3:n yleissäännöstä.

Joukkorahoituslain 11 §:n 2 momentissa on joukkorahoituksen saajalle asetettu velvoite julkaista oikeat ja riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan yrityksen arvoon tai takaisinmaksukykyyn. Tämän konkreettisen tiedonantovelvollisuuden tarkoitus on mahdollistaa säännöksen sanamuodon mukaisesti perustellun arvion tekemisen joukkorahoituksen saajasta ja tarjouksen edullisuudesta. Säännöksen mukaan tiedot on julkaistava ennen varainhankinnan aloittamista ja sillä pyritään vähentämään informaation epäsymmetriaa sekä

---

<sup>176</sup> HE 46/2016 vp, s. 1.

suojaamaan sijoittajaa ennakollisesti. Säännös muistuttaa sisällöltään ja sanamuodoltaan arvopaperimarkkinalain 4 luvun esitteen julkaisemista ja sisältöä koskevia säännöksiä. Lain esitoissa korostetaan tämän velvoitteen osalta myös joukkorahoituksen välittäjän velvollisuutta huolehtia siitä, että joukkorahoituksen saaja täyttää velvollisuutensa.<sup>177</sup> Julkistettavien tietojen tarkempi sisältö on määritelty joukkorahoituslain 21 §:n asetuksenantovaltuuden perusteella annetussa valtiovarainministeriön asetuksessa joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuuden sisällöstä ja rakenteesta, jota käsittelen tarkemmin seuraavassa kappaleessa.

Joukkorahoituslain 11 §:n 3 momentti asettaa joukkorahoituksen saajalle ja välittäjälle velvollisuuden julkistaa viipymättä tieto omassa taloudellisessa tilanteessaan tapahtuneista olennaisista muutoksista ja muista seikoista, jotka vaikuttavat niiden velvollisuuksien täyttämiseen. Tämä tiedonantovelvoite ei sisältynyt hallituksen esitykseen vaan se lisättiin lakiin talousvaliokunnan mietinnön perusteella. Valiokunnan mukaan ehdotus vastaa pitkälti liikkeeseenlaskijalle arvopaperimarkkinalaissa asetettua mutta huomattavasti laajempaa ja yksityiskohtaisempaa tiedonantovelvollisuutta, kuten velvollisuutta huolehtia siitä, että markkinoilla toimivilla sijoittajilla on riittävät, oikeat ja ajanmukaiset tiedot perusteltujen sijoituspäätöksiä tekemiseksi.<sup>178</sup> Nähdäkseni valiokunta ilmeisesti viittasi mietinnössään tuolloin voimassa olleen arvopaperimarkkinalain 6 luvun mukaiseen jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen, jonka säännökset on myöhemmin kumottu markkinoiden väärinkäyttöasetuksen sisäpiirintiedon julkistamista koskevien säännösten voimaantulon myötä.<sup>179</sup> Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on turvata markkinoilla toimivien sijoittajien yhdenvertainen, tasapuolinen ja samanaikainen mahdollisuus tiedon saantiin.<sup>180</sup> Näkemykseni mukaan tämän

---

<sup>177</sup> Hallituksen esityksessä puhutaan tarpeesta tehdä tapauskohtaisesti riittäväksi arvioitu yritystarkastus (engl. due diligence) joukkorahoituksen saajassa. Talousvaliokunta täsmensi mietinnössään tätä joukkorahoituksen välittäjän velvollisuutta tehdä yritystarkastus huomauttamalla, että joukkorahoituksen välittäjän on arvioitava joukkorahoituksen saajan julkistamat tiedot ja varmistuttava riittävällä tasolla niiden oikeellisuudesta. Ks. HE 46/2016 vp, s. 118 ja TaVM 15/2016 vp, 11 §:n yksityiskohtaiset perustelut.

<sup>178</sup> TaVM 15/2016 vp, 11 §:n yksityiskohtaiset perustelut.

<sup>179</sup> AML 6:1:ssä viitataan informatiivisesti MAR:n 17 artiklaan, joka vastaa suurelta osin aikaisemman AML 6 luvun säännöksiä. Aikaisemman AML 6 luvun jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevien säännösten sijasta MAR:n 17 artiklassa säännellään liikkeeseenlaskijoita koskevasta sisäpiirintiedon julkistamisvelvollisuudesta. Ks. HE 65/2016 vp, s. 19-20 ja s. 39.

<sup>180</sup> HE 32/2012 vp, s. 117.

säännöksen tarkoituksenmukaisuus ja soveltuvuus yleisöantina toteutetun joukkorahoituksen yhteydessä on kyseenalaista, koska yleisöannin päättymisen jälkeen joukkorahoituksen saajalla ei ole enää konkreettisista velvollisuuksista eikä osakkeilla useinkaan ole mitään jälkimarkkinaa, jonka hinnanmuodostusta kyseinen säännös turvaisi. Sen sijaan lainamuotoisen joukkorahoituksen yhteydessä säännös on perusteltavissa ja tarpeellinen. Näkemykseni mukaan kyseinen säännös olisi voitu kuitenkin laatia muistuttamaan enemmän AML 1:4:n yleissäännöstä yleisestä velvollisuudesta pitää sijoittajien saatavilla riittävät ja olennaiset tiedot, johon se mielestäni paremmin rinnastuu.

Joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuuteen liittyen 11 §:n 4 momentissa säädetään vielä helpotus esitteen laatimisvelvollisuuden osalta. Mikäli arvopapereita tarjotaan Suomessa ja niiden yhteenlaskettu vastike on vuoden aikana alle 5 000 000 euroa, ei esitettä tarvitse julkaista. Tällä säännöksellä poiketaan arvopaperimarkkinalain 4 luvun 3 §:n 1 momentin 4 kohdassa säädetystä 2 500 000 euron kansallisen esitteen raja-arvosta, joka perustuu esitedirektiivin 3 artiklan 2 kohdan 1 kappaleeseen.<sup>181</sup> On ilmeistä, että EU:n esiteasetuksen voimaantulon aiheuttamat muutokset esitteen laatimisvelvollisuuteen ja sovellettaviin raja-arvoihin tulevat aiheuttamaan muutostarpeita myös tähän säännökseen.<sup>182</sup>

Joukkorahoituslain 18 § kieltää hyvän joukkorahoitustavan vastaisen menettelyn joukkorahoitusta hankittaessa, tarjottaessa tai välitettäessä. Säännöksen esikuvana on ollut AML 1:2:n yleislauseke, jota se soveltuvin osin vastaa.<sup>183</sup> Vaikka säännöksen sääntelyn kohden on pääasiassa joukkorahoituksen välittäjä, kattaa se koko lain soveltamisalan ja kaikki toimijat, mukaan lukien joukkorahoituksen saajan ja yksityissijoittajat.<sup>184</sup> Hyvä joukkorahoitustapa ja alan itsesääntely ohjaa menettelytapoja ja ratkaisuja, joten säännöksellä on vaikutusta myös joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuuteen.<sup>185</sup>

---

<sup>181</sup> HE 46/2016 vp, s. 118.

<sup>182</sup> EU:n esiteasetuksen vaikutuksia arvopaperimarkkinalakiin ja esitteen julkaisemisvelvollisuuteen on käsitelty edellisessä kappaleessa.

<sup>183</sup> HE 46/2016 vp, s.125-126.

<sup>184</sup> Joukkorahoituslain 18 §:n 2 ja 3 momentit koskevat vain joukkorahoituksen välittäjää.

<sup>185</sup> HE 46/2016 vp, s. 126.



### 4.3 Joukkorahoituksen perustietoasiakirja

Joukkorahoituslain 21 § säättää valtiovarainministeriölle valtuutuksen antaa asetuksella tarkentavia säännöksiä liittyen joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuuteen. Valtiovarainministeriön antoi 8. joulukuuta 2016 asetuksella joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuudesta yksityiskohtaiset säännökset siitä, mitä tietoja joukkorahoituksen saajasta ja sijoituskohteesta on annettava. Tämän voidaan katsoa helpottavan sijoituskohteiden vertailua, koska kaikista joukkorahoitettavista yrityksistä on annettava samat vakiomuotoiset tiedot. Sijoittajan velvollisuutta harkintaan ja selonottovelvollisuutta se ei kuitenkaan poista eikä sen tulekaan poistaa.<sup>186</sup>

Asetuksessa säädetään joukkorahoituksen perustietoasiakirjasta, sen esitystavasta, kielestä ja enimmäispituudesta sekä yksityiskohtaisista sen sisältämistä tiedoista ja niiden esittämisjärjestyksestä. Perustietoasiakirjan tulee sisältää muun muassa luettelo joukkorahoituksen saajan liiketoimintaan ja sijoituskohteeseen liittyvistä keskeisistä riskeistä, kattavat tiedot joukkorahoituksen saajasta, sen toiminnasta ja taloudellisesta tilanteesta sekä tiedot sijoituskohteesta ja sen tarjoamisesta. VM:n asetuksen 1019/2012 mukaiseen kansallisen esitteen sääntelyyn verrattuna perustietoasiakirjaa voidaan näkemykseni mukaan pitää huomattavasti kevennettynä esitteenä, kuten lainsäätäjän tarkoitus asiassa onkin ollut.<sup>187</sup> Vaikka perustietoasiakirjan tulee sisältää pääpiirteittäin samat tietoryhmät kuin mitä kansallisessa esitteessä on esitettävä, sen sääntely ei ole yhtä yksityiskohtaista, mikä sallineen enemmän tilannekohtaista harkintaa. Perustietoasiakirjaa ei myöskään tarvitse hyväksyttää esitteen tavoin Finanssivalvonnalla.

### 4.4 Kauppalain tiedonantovelvollisuuttua koskevat säännökset

Kauppalaki ei sisällä nimenomaisia positiivista tiedonantovelvollisuutta koskevaa säännöstä, mutta kauppalain säännökset antavat sopimusoikeudellisen

---

<sup>186</sup> Ks. myös Ekholm 2017.

<sup>187</sup> Asetuksen tarkoitus on määritellä annettavat oikeat ja riittävät tiedot siten, että ne voivat olla vähäisemmät ja yksinkertaisemmin toteutettavissa kuin nykyiset vaatimukset kansallisen esitteen sisällöstä. Ks. HE 46/2016 vp, s. 127.

tiedonantovelvollisuuden perusteella myyjän tiedonantohäiriöille merkitystä tavarán virhekkriteereinä.<sup>188</sup> Arvopapereita koskevassa kauppasopimussuhteessa myyjän tiedonantovelvollisuudeksi voidaan katsoa esimerkiksi riittävien tietojen antaminen ostajalle kaupan kohteen arvoon vaikuttavista seikoista.<sup>189</sup> Tavarán sopimuksenmukaisuutta ja ominaisuuksia koskevan kauppalain 17 §:n 2 momentin 1 kohdan mukaan, ellei muusta voida katsoa sovitun, tavarán tulee soveltua tarkoitukseen, johon sellaisia tavaroita yleensä käytetään. Lain esitöiden perusteella tämä asettaa myyjälle velvollisuuden huolehtia, että tavarán käyttökelpoisuuteen vaikuttavat poikkeavat ominaisuudet tulevat ostajan tietoon ennen sopimuksen tekoa.<sup>190</sup> Kauppalain 18 § täsmentää myyjän tiedonantovelvollisuutta ja myyjän antamia tietoja myyjän virhevastuun perusteena.<sup>191</sup> Säännöksen mukaan tavarassa on virhe, jos se ei vastaa niitä tietoja, jotka myyjä on antanut tavarasta ennen kaupantekoa ja joiden voidaan olettaa vaikuttaneen kauppaan. Virhevastuu ei edellytä myyjän tuottamusta ja siten virhevastuu voi realisoitua, vaikka myyjä ei tiennyt eikä hänen olisi pitänytkaan tietää antamansa tai edustajansa antaman tiedon virheellisyydestä.<sup>192</sup>

Myyjä siis vastaa antimistaan tiedoista, mutta toisin kuin kuluttajansuojalaissa, kauppalaissa ei ole nimenomaista säännöstä olennaisten tietojen antimisesta.<sup>193</sup> Myyjällä on kuitenkin sopimusoikeudellinen tiedonantovelvollisuus olennaisista seikoista, mikä on tuotu ilmi myös hallituksen kauppalakia koskeneessa esityksessä. Sen mukaan myös tiedonantovarauma käytettäessä tavarassa on virhe, jos myyjä on ennen kaupantekoa laiminlyönyt antaa tiedon sellaisesta tavarán ominaisuuksia tai käyttöä koskevasta olennaisesta seikasta, josta hänen täytyy olettaa olleen selvillä ja josta ostaja perustellusti saattoi edellyttää saavansa tiedon.<sup>194</sup>

Kauppalain soveltuessa myyjän tiedonantovelvollisuutta ja vastuuta rajaa ostajalle asetettu tarkastus- ja selonottovelvollisuus. Sekä tiedonantovelvollisuus että

---

<sup>188</sup> Rudanko 1998, s. 56.

<sup>189</sup> Rudanko 1998, s. 37. Rudankon mukaan arvopaperimarkkinalain tiedonantovelvollisuus muistuttaa sopimusoikeudellista kauppalain mukaista myyjän tiedonantovelvollisuutta. Ks. Rudanko 1998, s. 57.

<sup>190</sup> HE 93/1986 vp, s. 61.

<sup>191</sup> HE 93/1986 vp, s. 62.

<sup>192</sup> HE 93/1986 vp, s. 62.

<sup>193</sup> KSL 2:7 kieltää olennaisten tietojen antamatta jättämisen.

<sup>194</sup> HE 93/1986 vp, s. 64. "Sellaisena kuin se on" -varauma tai muu vastaava yleinen varauma ei vapauta myyjää velvollisuudesta antaa, ostajalle tietoja seikoista, joista myyjä on selvillä ja joilla on ostajalle olennaisia merkitystä.

selonottovelvollisuus ovat lojaliteettiperiaatteen ilmentymiä ja niiden voidaan katsoa korreloivan keskenään siten, että mitä laajempi selonottovelvollisuus on, sitä suppeampi tiedonantovelvollisuus on, ja päinvastoin.<sup>195</sup> Kauppalain 20 §:n mukaan ostaja ei saa virheenä vedota seikkaan, josta hänen täytyy olettaa tienneen kauppaa tehtäessä tai jonka hän olisi voinut havaita tavaraa tarkastaessaan, mikä konkretisoi ostajan sopimusoikeudellista selonottovelvollisuutta ja ilmentää caveat emptor -periaatetta. Tästä johtuen myyjän tiedonantovelvollisuus tulee yleensä kysymykseen lähinnä sellaisten seikkojen osalta, joilla voidaan olettaa olevan ostajalle olennaista merkitystä, mutta joita ei voi havaita normaalissa tavarankäytössä.<sup>196</sup> Caveat emptor -periaate ja tarkastusvelvollisuus eivät kuitenkaan sovellu hyvin arvopaperikauppaan tai osakemerkintään, koska kohdeyhtiön tarkastaminen ei ole yhtä yksinkertaista kuin irtaimen tavarankäytön tarkastaminen. Tästä johtuen ja erityisesti yleisöannin osakemerkintään liittyvä huomattava informaation epäsymmetria huomioiden on näkemykseni mukaan perusteltua korostaa olennaisia seikkoja koskevaa tiedonantovelvollisuutta, jonka voidaan katsoa perustuvan vakiintuneeseen kauppatapaan yleisöannissa.<sup>197</sup>

#### **4.5 Kuluttajansuojalain mukainen tiedonantovelvollisuus**

Kuluttajansuojalain markkinointia koskevat tiedonantovelvollisuussäännökset tulevat sovellettavaksi yksityisen osakeyhtiön yleisöannissa, kun antaa markkinoidaan kuluttajalle.<sup>198</sup> Lisäksi tulevat sovellettaviksi kuluttajansuojalain 3 luvun sopimusehtojen sääntelyä ja 4 luvun sopimuksen sovittelua ja tulkintaa koskevat säännökset sekä 6 a luvun säännökset rahoituspalvelujen ja rahoitusvälineiden etämyynnistä.<sup>199</sup>

Kuluttajansuojalain 2 luvun 1 § on hyvän tavan vastaisen markkinoinnin ja sopimattoman menettelyn kieltävä yleislauseke, joka vastaa soveltuvin osin AML 1:2:n

---

<sup>195</sup> Ollila 2016, s.934.

<sup>196</sup> HE 93/1986 vp, s. 64.

<sup>197</sup> Ks. myös Kurkela 2013, s. 5-6.

<sup>198</sup> HE 32/2008 vp, s. 29 ja HE 32/2012 vp, s. 97 ja 100. Kuluttajansuojalain soveltamisala on osittain päällekkäinen arvopaperimarkkinalain soveltamisalan kanssa.

<sup>199</sup> HE 32/2012 vp, s. 196.

yleissäännöksen sisältöä.<sup>200</sup> Lainkohta kuuluu seuraavasti:

”Markkinointi ei saa olla hyvän tavan vastaista eikä siinä saa käyttää kuluttajien kannalta sopimatonta menettelyä. Sopimatonta menettelyä ei saa käyttää myöskään asiakassuhteissa.”

Säännös eriyttää hyvän tavan vastaisuuden ja sopimattomuuden. Hallituksen esityksen mukaan sopimattomuudessa on kyse sellaisista epäasianmukaisista menettelytavoista, jotka ovat omiaan vaikuttamaan kuluttajan taloudelliseen päätöksentekoon. Hyvän tavan vastaisuudella tarkoitetaan puolestaan eettisten säännösten rikkomista. Lainkohdan jälkimmäinen virke kieltää sopimattoman menettelyn myös myöhemmin asiakassuhteissa.<sup>201</sup>

KSL 2:1:n sisältöä on tarkennettu KSL 2:2:n ja KSL 2:3:n säännöksillä siitä, milloin markkinointia on pidettävä hyvän tavan vastaisena ja milloin menettelyä on pidettävä sopimattomana. KSL 2:2:ssä säädetään nimenomaisista tapauksista, jolloin markkinointia pidetään hyvän tavan vastaisena. Näkemykseni mukaan kuluttajansuojalain soveltuessa yleisöantina toteutetussa joukkorahoituksessa tulee kuitenkin jo KSL 2:1:n yleislausekkeen perusteella noudattaa soveltuvin osin hyvää arvopaperimarkkinatapaa ja hyvää joukkorahoitustapaa riippumatta siitä, tulevatko arvopaperimarkkinalaki ja joukkorahoituslaki sovellettavaksi.<sup>202</sup>

KSL 2:3.1 asettaa menettelyn sopimattomuudelle kaksi edellytystä: menettelyn on oltava elinkeinotoiminnassa yleisesti hyväksyttävän asianmukaisen menettelytavan vastainen ja sen on oltava omiaan selvästi heikentämään kuluttajan kykyä tehdä perusteltu ostopäätös ja johtamaan siihen, että kuluttaja tekee sellaisen päätöksen, jota hän ei ilman menettelyä olisi tehnyt. Menettelyn sopimattomuutta tarkasteltaessa on huomattava, että toimialalla vallitseva käytäntö ei välttämättä ole yleisesti

---

<sup>200</sup> Ks. Rudanko 1998, s. 75 ja Hoppu 2004, s. 133.

<sup>201</sup> HE 32/2008 vp, s. 19.

<sup>202</sup> Hyvällä arvopaperimarkkinatavalla tarkoitetaan periaatteita ja sääntöjä, joiden noudattamista arvopaperimarkkinoilla toimivien keskuudessa vallitsevan valistuneen mielipiteen mukaan on pidettävä oikeana ja kaikkien asiakas- ja toimijaosapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. HE 32/2012 vp, s. 96. Hyvä joukkorahoitustapa on yleistä periaatetta ilmentävä normi, jota sovelletaan yksittäisessä tapauksessa yhdessä muiden oikeussääntöjen kanssa sovittaen yleinen periaate yksittäistapaukseen. HE 46/2016 vp, s. 125.

hyväksyttävää ja asianmukaista.<sup>203</sup> Lisäksi on huomioitava, että säännöksessä tarkoitettu ostopäätös tai muu asiaan liittyvä päätös on ymmärrettävä laajasti siten, että se käsittää myös sen, millä hinnalla ja millä ehdoilla päätös on tehty.<sup>204</sup> KSL 2:3.2:n mukaan sopimattomana pidetään lisäksi 1 momentin kriteerien täyttymisestä riippumatta erityisesti menettelyä, joka on kuluttajansuojalain 2 luvun 4–14 §:n vastaista.

Yleisöantiin liittyvän tiedonantovelvollisuuden osalta kuluttajansuojalain 2 luvun säännöksistä merkityksellisiä ovat myös KSL 2:6:n mukainen kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja ja KSL 2:7:n mukainen kielto jättää antamatta olennaisia tietoja. Kyseiset säännökset täydentävät ja täsmentävät sopimattoman menettelyn kieltävän yleislausekkeen sisältöä erityisesti tiedonantovelvollisuuden osalta. Myös näiden säännösten tarkoittama kuluttajan tekemä päätös on ymmärrettävä laajasti siten, että se käsittää myös sen, millä hinnalla ja millä ehdoilla päätös on tehty. KSL 2:6:n 1 momentti kuuluu seuraavasti:

”Markkinoinnissa tai asiakassuhteessa ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja, jos tiedot ovat omiaan johtamaan siihen, että kuluttaja tekee ostopäätöksen tai muun kulutushyödykkeeseen liittyvän päätöksen, jota hän ei ilman annettuja tietoja olisi tehnyt.”

KSL 2:6 on AML 1:3:n kanssa yhteneväinen negatiiviseen totuusvelvollisuuden muotoon puettu säännös. AML 1:3:stä poiketen KSL 2:6 sisältää nimenomaisen maininnan siitä, että säännöksessä tarkoitetuilla tiedoilla edellytetään olevan vaikutusta kuluttajan ostopäätökseen ja sen sisältöön. AML 1:3:n osasta käytännössä vastaava asia on todettu hallituksen esityksessä.<sup>205</sup> KSL 2:6:n sisältämä kyseinen nimenomainen maininta on säännöksen sopimusoikeudellinen luonne huomioiden perusteltu. On huomattavaa, että KSL 2:6:n mukainen kielto ei koske pelkästään markkinointia vaan myös sopimuksen tekemisen jälkeistä aikaa. Säännöksen toinen momentti sisältää esimerkkiluettelon niistä seikoista, joita totuudenvastaiset tai harhaanjohtavat tiedot voivat koskea.<sup>206</sup>

---

<sup>203</sup> HE 32/2008 vp, s. 21.

<sup>204</sup> HE 32/2008 vp, s. 22.

<sup>205</sup> HE 32/2012 vp, s. 98.

<sup>206</sup> HE 32/2008 vp, s. 24.

KSL 2:7 asettaa elinkeinonharjoittajalle positiivisen tiedonantovelvollisuuden, vaikka säännös on kirjoitettu kiellon muotoon. KSL 2:7:n 1 momentti kuuluu seuraavasti:

”Markkinoinnissa tai asiakassuhteessa ei saa jättää antamatta sellaisia asiayhteys huomioon ottaen olennaisia tietoja, jotka kuluttaja tarvitsee ostopäätöksen tai muun kulutushyödykkeeseen liittyvän päätöksen tekemiseksi ja joiden puuttuminen on omiaan johtamaan siihen, että kuluttaja tekee päätöksen, jota hän ei olisi riittävän tiedoin tehnyt.”

Säännös voidaan näkemykseni mukaan rinnastaa olennaisia tietoja koskevana tiedonantovelvollisuussäännöksenä AML 1:4:n mukaiseen velvollisuuteen riittävien tietojen saatavilla pitämiseen. Myös KSL 2:7 selvästi täydentää KSL 2:6:n mukaista kieltä totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamisesta. Säännöksessä edellytetään KSL 2:6:n tavoin sitä, kyseisillä tiedoilla voi olla vaikutusta kuluttajan ostopäätökseen ja sen sisältöön. Lain esitöiden mukaan säännöksessä tarkoitetaan tietoja, joiden puuttuminen on omiaan johtamaan siihen, että kuluttaja tekee toisen sisältöisen päätöksen kuin jos hän olisi saanut riittävät tiedot.<sup>207</sup> AML 1:4:stä poiketen KSL 2:7 koskee KSL 2:6:n tavoin sekä markkinointia että sopimuksen tekemisen jälkeistä aikaa.<sup>208</sup> Säännöksen toinen momentti koskee tietojen riittävyyden arviointia. Sen perusteella elinkeinonharjoittajan voidaan katsoa laiminlyöneen 1 momentin mukaisen tiedonantovelvollisuutensa, vaikka tiedot olisi annettu, mikäli ne on annettu epäselvästi tai päätöksenteon kannalta liian myöhään.<sup>209</sup>

Kuluttajansuojalain 6 a luku koskee rahoituspalvelujen ja rahoitusvälineiden etämyyntiä, mitä yleisöantina toteutettu joukkorahoituksen hakeminen kuluttajille suunnattuna käytännössä on.<sup>210</sup> Luvun säännökset ovat sen 3 §:n perusteella pakottavia siten, ettei niistä voida sopimusehdoin poiketa kuluttajan vahingoksi. Säännökset koskevat pääasiassa elinkeinonharjoittajan tiedonantovelvollisuutta

---

<sup>207</sup> HE 32/2008 vp, s. 25.

<sup>208</sup> AML 1:4:n säännöstä ei sovelleta arvopaperien markkinointiin. HE 32/2012 vp, s. 99.

<sup>209</sup> HE 32/2008 vp, s. 26.

<sup>210</sup> KSL 6a:4 määrittelee kyseisessä luvussa tarkoitetuksi etämyynniksi tilanteet, joissa rahoituspalvelua tai rahoitusvälinettä tarjotaan kuluttajalle sellaisen etätarjontamenetelmän avulla, jossa sopimuksen tekemiseen ja sitä edeltävään markkinointiin käytetään yksinomaan yhtä tai useampaa etäviestintä, kuten tietoverkkoa.

ennen sopimuksen tekemistä eli kyseisen luvun säännösten mukaisten ennakkotietojen antamista. Säännöksissä käytetty termi rahoituspalvelu kattaa KSL 6a:1.2:n perusteella myös rahoitusvälineet, kuten arvopaperit ja osakkeet.<sup>211</sup> Kuluttajansuojalain 6 a luvun säännökset velvoittavat elinkeinonharjoittajan antamaan kuluttajalle tiettyihin asioihin ja seikkoihin liittyviä ennakkotietoa. KSL 6a:5:n mukaan kuluttajalle on annettava hyvissä ajoin ennen sopimuksen tekemistä tiedot elinkeinonharjoittajasta itsestään (6a:6), tarjottavasta rahoituspalvelusta tai -välineestä (6a:7), sopimuksen sisällöstä (6a:8) ja kuluttajan käytössä olevista oikeussuojakeinoista (6a:9).<sup>212</sup> Säännöksen tarkoituksena on varmistaa, että kuluttajalla on käytettävissään riittävät tiedot sopimukseen liittyvistä olennaisista seikoista ennen sopimuksen tekemistä.<sup>213</sup>

Kuluttajansuojalain 6 a luvun tiedonantovelvollisuussäännöksiä rahoitusvälineestä ja sen tarjoajasta annettavista tiedoista voidaan näkemykseni mukaan rinnastaa AML 4 luvun esitteen sisältöä koskeviin säännöksiin ja VM:n joukkorahoitusasetuksen perustietoasiakirjassa annettavia tietoja koskeviin säännöksiin. Elinkeinonharjoittajan tulee KSL 6a:6:n perusteella antaa itsestään perustiedot, kuten ainakin nimi, päätoimiala ja osoite sekä mahdollisen valvontaviranomaisen yhteystiedot. Säännöksen tarkoituksena on kuitenkin vain varmistaa, että kuluttaja pystyy luotettavasti tunnistamaan sopimuskumppaninaan olevan elinkeinonharjoittajan ja tarvittaessa helposti ja nopeasti ottamaan yhteyttä häneen, hänen edustajaansa ja toimintaa valvovaan viranomaiseen.<sup>214</sup> Kyse ei ole sellaisista elinkeinonharjoittajaa koskevista tiedoista, joiden perusteella kuluttaja voisi suoraan arvioida rahoitusvälineeseen arvoa ja siihen liittyviä riskejä tai elinkeinonharjoittajan taloudellista asemaa. KSL 6a:6:n mukainen tiedonantovelvollisuus elinkeinonharjoittajasta on siten selvästi arvopaperimarkkinalain ja joukkorahoituslain säännösten mukaista vastaavaa tiedonantovelvollisuutta suppeampi.

KSL 6a:7:n perusteella elinkeinonharjoittajan on annettava tiedot rahoitusvälineen pääominaisuuksista, siihen liittyvistä maksuista ja veroista sekä tarvittaessa huomautettava rahoitusvälineeseen liittyvistä erityisistä riskeistä. Säännöksen

---

<sup>211</sup> HE 122/2004 vp, s. 16.

<sup>212</sup> Ks. myös Norros 2009, s. 352-353.

<sup>213</sup> HE 122/2004 vp, s. 19.

<sup>214</sup> HE 122/2004 vp, s. 20.

tarkoituksena on, että annettujen tietojen pohjalta kuluttaja saa objektiivisen ja mahdollisimman helppotajuisen kuvauksen tarjottavan rahoitusvälineen ominaisuuksista ja pystyy siten vertaamaan sitä muihin markkinoilla oleviin vastaaviin rahoitusvälineisiin.<sup>215</sup> Myös KSL 6a:7:n mukainen tiedonantovelvollisuus rahoitusvälineestä näyttäisi olevan arvopaperimarkkinalain ja joukkorahoituslain säännösten mukaista vastaavaa tiedonantovelvollisuutta suppeampi. Näkemykseni mukaan kuluttajansuojalain 6 a luvun tiedonantovelvollisuutta koskevien säännösten perusteella kuluttaja ei voi tehdä perusteltua arviota arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta, mikä on arvopaperimarkkinalain ja joukkorahoituslain vastaavien säännösten tarkoitus.<sup>216</sup>

---

<sup>215</sup> HE 122/2004 vp, s. 21.

<sup>216</sup> AML 4:6.1 ja joukkorahoituslain 11 §:n 2 momentti määrittävät tiedonantovelvollisuuden tarkoitukseksi perustellun arvion tekemisen mahdollistamisen.



## 5 TIEDONANTOVELVOLLISUUSSÄÄNNÖSTEN EROAVAISUUDET

### 5.1 Tiedonantovelvollisuussäännösten ryhmittely

Edellä kappaleessa 3.6 esitetyllä tavalla yleisöannilla toteutetussa joukkorahoituksessa tiedonantovelvollisuuden osalta voivat tulla sovellettavaksi tilanteesta riippuen arvopaperimarkkinalain, joukkorahoituslain, kuluttajansuojalain ja kauppalain säännökset. Kyseisten säädösten tiedonantovelvollisuutta koskevia säännöksiä on tarkasteltu edellisissä kappaleissa ja niissä voidaan havaita sekä samankaltaisuuksia että eroavaisuuksia. Eri lakien säännöksiä eroavaisuuksien havainnollistamiseksi säännökset voidaan ryhmitellä alla taulukossa 2 esitetyllä tavalla.

	<i>AML</i>	<i>JoukkoRL</i>	<i>KL</i>	<i>KSL</i>
<i>Hyvän tavan vastaisuuden kielto</i>	1:2	18.1 §	-	2:1
<i>Sopimattoman menettelyn kielto</i>	(1:2)	(18.1 §)	-	2:1
<i>Totuudenvastaisien tai harhaanjohtavien tietojen antamisen kielto</i>	1:3	11.1 §	(18.1 §)	2:6
<i>Olennaisien tietojen antaminen</i>	1:4	(11.3 §)	(17.2 §)	2:7
<i>Ennakkotietojen antaminen rahoituksen saajasta ja tarjouksesta</i>	4:6	11.2 §	-	6a:5

Taulukko 2. Yleisöannin tiedonantovelvollisuutta koskevat säännökset

Taulukossa 2 esitetty ryhmittely antaa suuntaa-antavan kuvan eri lakien sisältämistä tiedonantovelvollisuuteen liittyvistä säännöksistä. Taulukossa suluissa olevat säännökset eivät sisällä nimenomaisesti kyseistä sisältöä vaan se voidaan katsoa sisältyvän siihen lain esitöiden perusteella ainakin jossakin määrin.

Lakien säännöksiä ryhmittelyn perusteella on helppo havaita, että kauppalain säännökset poikkeavat huomattavasti muiden lakien tiedonantovelvollisuussäännöksistä. Sen sijaan arvopaperimarkkinalain, joukkorahoituslain ja kuluttajansuojalain säännökset näyttävät kattavan suunnilleen samat asiat. Säännöksiä tarkempi vertailu kuitenkin paljastaa, että säännöksiä sisällössä on

eroavaisuuksia, joilla on myös käytännössä merkitystä sekä joukkorahoituksen hakijan että sijoittajan näkökulmasta.

Kauppalain säännösten tarkempaan vertailuun ei tässä tutkimuksessa ole näkemykseni mukaan tarvetta, koska sen eroavaisuuksilla ei ole käytännössä suurta merkitystä joukkorahoituksessa. Tilanteessa, jossa tiedonantovelvollisuus määräytyy pelkästään kauppalaain säännösten perusteella, ei ole kyse kuluttajille tarjottavasta osallistumismahdollisuudesta, joten silloin kyse ei ole yleisöannista eikä yleensä myöskään joukkorahoituksesta.<sup>217</sup>

## 5.2 Arvopaperimarkkinalain ja joukkorahoituslain säännökset

Arvopaperimarkkinalain ja joukkorahoituslain yleisöantina toteutettavaan joukkorahoitukseen soveltuvien tiedonantovelvollisuussäännösten sisältöjä voidaan näkemykseni mukaan pitää hyvin yhteneväisinä. Tämä on ymmärrettävää, koska arvopaperimarkkinalain säännökset ovat olleet joukkorahoituslain säännösten esikuvina.<sup>218</sup> Ainoastaan olennaisten tietojen antamisen, saatavilla pitämisen ja niiden muutoksien ilmoittamisen osalta säännöksien sisällöissä on hienoista eroavaisuutta, millä ei kuitenkaan näkemykseni mukaan ole suurta käytännön merkitystä. AML 1:4 velvoittaa pitämään saatavilla riittävät tiedot arvopaperin arvoon vaikuttavista seikoista, kun taas joukkorahoituslain 11.3 §:n säännös velvoittaa julkistamaan viipymättä tieto taloudellisessa tilanteessaan tapahtuneista olennaisista muutoksista ja muista seikoista, jotka vaikuttavat sen velvollisuuksien täyttämiseen. Lisäksi tätä eroavaisuutta pienentää käytännössä VM:n joukkorahoitusasetuksen 2 §:n asettama velvollisuus pitää perustietoasiakirjan tiedot saatavilla ja ajan tasalla.

Näkemykseni mukaan merkittävin arvopaperimarkkinalain ja joukkorahoituslain tiedonantovelvollisuutta koskeva eroavaisuus tulee esiin tilanteessa, jossa

---

<sup>217</sup> Mikäli osallistumismahdollisuutta tarjotaan vain yrityksille, kyse ei ole ennalta rajoittamattomalle joukolle tarjoamisesta eli yleisöannista. Joukkorahoitukseen osallistumismahdollisuutta tarjotaan yleensä yksityisille sijoittajille, jotka toimivat enimmäkseen kuluttaja-asemassa. Periaatteessa on mahdollista järjestää vain yrityksille suunnattu joukkorahoitusosakeanti, mutta tietääkseni tällaisia ei ole järjestetty ainakaan suurelle joukolle toimijoita suunnattuna.

<sup>218</sup> HE 46/2016 vp, s. 76-77 ja s. 126.

siirtokelpoisten arvopaperimarkkinalain määritelmän mukaisten arvopapereiden liikkeeseen saattamisella kerätään joukkorahoitusta ilman joukkorahoituksen välittäjää.<sup>219</sup> Tällöin, mikäli tarjouksen kokonaismäärä ei ylitä arvopaperimarkkinalain raja-arvoa esitteen laatimisvelvollisuudesta, ei joukkorahoituksen hakijan tarvitse laatia ennakkotietoja sisältävää esitettä eikä joukkorahoituksen saajan perustietoasiakirjaa.<sup>220</sup> Mielestäni on sijoittajansuojan näkökulmasta erikoista, että sijoituskohteeseen liittyvä tiedonantovelvollisuus on riippuvainen siitä, välittääkö sitä hyväksytty ammattimainen joukkorahoituksen välittäjä, ja että tällaista välittäjää käytettäessä tiedonantovelvollisuus on laajempi kuin ilman välittäjää tapahtuvassa tarjoamisessa. Vaikka Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan AML 1:4:n perusteella annettavien tietojen laajuus lähenee kansallisen esitteen sisältövaatimuksia, olisi mielestäni perustelua, että ennakkotiedoista olisi säädetty yhdenmukaisella tavalla molemmissa tapauksissa.<sup>221</sup>

### **5.3 Kuluttajansuojalain ja arvopaperimarkkinalain säännökset**

Myös kuluttajansuojalain ja arvopaperimarkkinalain yleisöantina toteutettavaan joukkorahoitukseen soveltuvien tiedonantovelvollisuussäännösten sisältö on merkittävästi yhteneväistä. Molemmat säädökset sisältävät hyvä tavan vastaisen ja sopimattoman menettelyn kieltävät yleislausekkeet.<sup>222</sup> KSL 2:3.1 kuitenkin tarkentaa kuluttajansuojalain perusteella kiellettyä sopimatonta menettelyä asettamalla edellytykseksi, että menettelyn voidaan katsoa vaikuttavan kuluttajan päätöksentekokykyyn sekä päätökseen ja sen sisältöön.<sup>223</sup> Vaikka myös kuluttajansuojalain totuudenvastaisien tai harhaanjohtavien tietojen antamisen kieltävä säännös poikkeaa arvopaperimarkkinalain vastaavasta säännöksestä siten, että kuluttajansuojalaissa edellytetään tiedon olevan omiaan vaikuttamaan kuluttajan ostopäätökseen ja sen sisältöön, on kyseisten säännösten tosiasiallinen sisältö

---

<sup>219</sup> Ks. taulukko 3, tilanne 1, s. 60. Vain joukkorahoituksen välittäjää hyödyntävään sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen sovelletaan joukkorahoituslakia. HE 46/2016 vp, s. 102.

<sup>220</sup> AML 4:3.1:n 4 kohdan mukaisesti kansallisen esitteen raja-arvo on 2,5 miljoonaa euroa.

<sup>221</sup> Finanssivalvonnan ohje 6/2013, s. 13.

<sup>222</sup> AML 1:2:n voidaan katsoa sisältävän myös sopimattoman menettelyn kiellon. Ks. HE 32/2012 vp, s. 96.

<sup>223</sup> KSL 2:3.2:n mukaan sopimattomina pidetään joka tapauksessa menettelyjä, jotka ovat KSL 2 luvun 4–14 §:n vastaisia.

arvopaperimarkkinalain esitöiden perusteella hyvin yhteneväinen.<sup>224</sup> Olennaisten tietojen antamisvelvollisuuden osalta kuluttajansuojalain ja arvopaperimarkkinalain säännökset poikkeavat enemmän, sillä AML 1:4 koskee arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavien riittävien tietojen pitämistä sijoittajien saatavilla, kun taas KSL 2:7 kieltää kuluttajan ostopäätökseen ja sen sisältöön vaikuttavien olennaisten tietojen antamatta jättämisen. Säännösten eroavaisuuden on ymmärrettävä säädösten suojaobjektien näkökulmasta: arvopaperimarkkinalain säännöksillä turvataan arvopaperimarkkinoiden tehokasta ja puolueetonta toimintaa ja kuluttajansuojalain säännöksillä turvataan kuluttajan asemaa heikompana sopijapuolena.<sup>225</sup>

Kuluttajansuojalain ja arvopaperimarkkinalain merkittävin tiedonantovelvollisuutta koskeva eroavaisuus tulee esiin tilanteessa, jossa kerätään joukkorahoitusta ilman joukkorahoituksen välittäjää siirtokelvottomia arvopapereita liikkeeseen saattamalla.<sup>226</sup> Tällöin joukkorahoituksen hakijan velvollisuus antaa ennakkotietoja itsestään ja tarjouksesta perustuu kuluttajansuojalain 6 a luvun säännöksiin, joiden perusteella kuluttaja ei voi tehdä perusteltua arviota arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta.<sup>227</sup> Mikäli kyseiset arvopaperit ovat siirtokelpoisia, sovellettavaksi tulee myös arvopaperimarkkinalaki. Tällöin joukkorahoituksen hakijan tulee julkaista kansallinen esite tai ainakin pitää sijoittajien saatavilla lähes vastaavat ja riittävät tiedot arvopaperin arvoon vaikuttavista olennaisista seikoista ja siten mahdollistamaan perustellun arvion tekemisen arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta. Mielestäni myös tässä tapauksessa on sijoittajansuojan näkökulmasta erikoista, että sijoituskohteeseen liittyvä tiedonantovelvollisuus on riippuvainen siitä, onko osake siirtokelpoinen vai siirtokelvoton esimerkiksi yhtiöjärjestykseen otetun lunastuslausekkeen perusteella, ja että siirtokelpoisen osakkeen tapauksessa tiedonantovelvollisuus on laajempi kuin siirtokelvotonta osaketta yleisölle tarjottaessa.

---

<sup>224</sup> Myös AML 1:3:n tarkoittamalta totuudenvastaiselta tai harhaanjohtavalta tiedolta on edellytettävä, että se on omiaan vaikuttamaan sijoittajan sijoituspäätökseen. HE 32/2012 vp, s. 98.

<sup>225</sup> Kuluttajaoikeuden eräs syntysyy oli kuluttajien aseman heikentyminen suhteessa elinkeinonharjoittajiin ja tästä johtuva suojan tarve. Ks. Viitanen – Wilhelmsson 2014, s. 1002. Heikoman osapuolen suojaaminen on yksi siviilioikeudellisista periaatteista. Ks. Karhu – Tolonen – Ämmälä 2012, s. 101.

<sup>226</sup> Ks. taulukko 3, tilanne 2, s.60. AML 2:1:n mukainen arvopaperin määritelmä rajaa keskeisesti lain soveltamisalaa, joten sen säännökset eivät tule sovellettavaksi siirtokelvottomien arvopaperien liikkeeseen laskussa. HE 32/2012 vp, s. 101. Ks. myös HE 46/2016 vp, s. 103.

<sup>227</sup> KSL 6a:6:n ja KSL 6a:7:n mukainen tiedonantovelvollisuus on selvästi arvopaperimarkkinalain ja joukkorahoituslain vastaavien säännösten mukaista tiedonantovelvollisuutta suppeampi. Ks. aiemmin s. 52-53.

Näkemykseni mukaan siirtokelvottoman osakkeen tapauksessa sijoittajan riskit ovat todennäköisesti suuremmat, koska osaketta ei voi käytännössä myydä vapaasti. Siten olisi mielestäni perusteltua, että tiedonantovelvollisuus olisi siirtokelvottomankin osakkeen yleisölle tarjoamisessa vähintään yhtä laaja kuin siirtokelpoisen osakkeen yleisölle tarjoamisessa.

#### **5.4 Kuluttajansuojalain ja joukkorahoituslain säännökset**

On selvää, että myös kuluttajansuojalain ja joukkorahoituslain yleisöantina toteutettavaan joukkorahoitukseen soveltuvat tiedonantovelvollisuussäännökset ovat sisällöltään melko yhteneväisiä, koska joukkorahoituslain säännökset on laadittu arvopaperimarkkinalain säännösten pohjalta ja kuluttajansuojalain säännökset ovat edellisessä kappaleessa esitetyn mukaisesti yhteneväisiä arvopaperimarkkinalain säännösten kanssa. Molemmat säädökset sisältävät hyvän tavan vastaisen menettelyn ja totuudenvastaisien tai harhaanjohtavien tietojen antamisen kieltävät säännökset. Vaikka joukkorahoituslaista eikä myöskään sen esitöistä löydy nimenomaista mainintaa sopimattoman menettelyn kiellosta, voidaan sen katsoa sisältyvän hyvän joukkorahoitustavan vastaisen menettelyn kieltoon.<sup>228</sup> Myös olennaisten tietojen antamisvelvollisuuden osalta joukkorahoituslaista puuttuu kuluttajansuojalain säännöstä vastaava nimienomainen säännös, mutta VM:n joukkorahoitusasetuksen 2 § asettaa käytännössä vastaavan velvoitteen.

Näkemykseni mukaan myös kuluttajansuojalain ja joukkorahoituslain säännösten välillä merkittävin tiedonantovelvollisuutta koskeva eroavaisuus liittyy ennakkotietojen antamiseen. Käytännössä eroavaisuus tulee esiin tilanteessa, jossa siirtokelvottomia arvopapereita liikkeeseen saattamalla kerätään joukkorahoitusta ilman joukkorahoituksen välittäjää.<sup>229</sup> Tällöin edellisessä kappaleessa kuvatus tavoin joukkorahoituksen hakijan velvollisuus antaa ennakkotietoja itsestään ja tarjouksesta perustuu kuluttajansuojalain 6 a luvun säännöksiin, joiden perusteella kuluttaja ei voi

---

<sup>228</sup> Arvopaperimarkkinalain esitöiden perusteella maininta sopimattomasta menettelystä ei katsottu tarpeelliseksi, koska sopimaton menettely on yleensä myös hyvän tavan vastaista. Ks. HE 32/2012 vp, s. 96.

<sup>229</sup> Ks. taulukko 3, tilanne 3, s. 60.

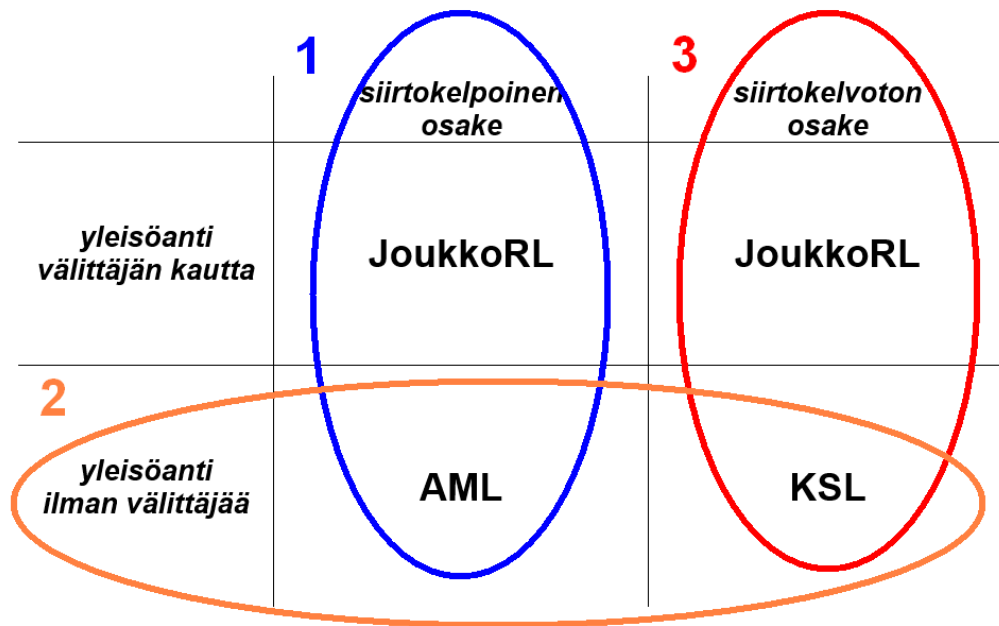
tehdä perusteltua arviota arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta.<sup>230</sup> Mikäli täsmälleen vastaava joukkorahoitus toteutetaan joukkorahoituksen välittäjän hyödyntämällä, tulee joukkorahoituksen saajan laatia ja pitää sijoittajien saatavilla VM:n joukkorahoitusasetuksen mukainen perustietoasiakirja. Kuten aikaisemmissakin kappaleissa kuvatuissa tilanteissa, on mielestäni myös tässä tapauksessa sijoittajansuojan näkökulmasta erikoista, että sijoituskohteeseen liittyvä tiedonantovelvollisuus on riippuvainen siitä, välittääkö sitä hyväksytty ammattimainen joukkorahoituksen välittäjä, ja että tällaista välittäjää käytettäessä tiedonantovelvollisuus on laajempi kuin ilman välittäjää tapahtuvassa tarjoamisessa. Mielestäni olisi tasavertaisen sijoittajansuojan näkökulmasta perusteltua, että myös ilman joukkorahoituksen välittäjää järjestettävään joukkorahoitukseen osallistuvalla sijoittajalla olisi sijoituspäätöksensä tekemiseen saatavilla riittävät tiedot joukkorahoituksen saajasta ja tarjouksesta sekä arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista.

## **5.5 Tiedonantovelvollisuussäännösten kehittämistarpeista**

Edellä kappaleissa 5.3-5.4 esitin kolme eri tilannetta, joissa yleisöantina toteutettuun joukkorahoitukseen soveltuu järjestämistavasta riippuen eri säädökset ja niiden säännösten mukainen tiedonantovelvollisuus poikkeaa käytännössä toisistaan, vaikka sille ei ole sijoittajansuojan kannalta selviä perusteita. Tilanteita voidaan havainnollistaa taulukosta 1 muokatulla taulukolla 3. Kaikissa kyseisissä tilanteissa käytännön kannalta merkittävä eroavaisuus koskee ennakkotietojen antamista rahoituksen saajasta ja tarjouksessa. Kyse on siis esitteen tai perustietoasiakirjan sisältämisestä olennaisista ja riittävistä tiedoista, jotka ovat sijoittajalle tarpeellisia perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi.

---

<sup>230</sup> KSL 6a:6:n ja KSL 6a:7:n mukainen tiedonantovelvollisuus on selvästi arvopaperimarkkinalain ja joukkorahoituslain vastaavien säännösten mukaista tiedonantovelvollisuutta suppeampi. Ks. s. 52-53.



Taulukko 3. Tiedonantovelvollisuussäännösten eroavaisuudet

Taulukossa 3 nimetyissä tilanteissa 1 ja 3 tiedonantovelvollisuus on suppeampi, kun rahoitusta hankitaan itsenäisesti ilman joukkorahoituksen välittäjää ja tilanteessa 2 tiedonantovelvollisuus on suppeampi, kun rahoitusta hankitaan siirtokelvottomalla osakkeella siirtokelpoisen sijaan. Näkemykseni mukaan lainsäädännön yhteneväisyyden kannalta merkityksellisiä ovat tilanteisiin 2 ja 3 liittyvät eroavaisuudet. Tilanteen 1 mukainen eroavaisuus ei ole sijoittajansuojan kannalta niin merkittävä, koska sovellettavaksi tulevat kuitenkin arvopaperimarkkinalain yleissäännökset.

Taulukon 3 perusteella voidaan todeta joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuuden sisältövaatimusten pienenevän sitä mukaa mitä vähemmän toiminta muistuttaa säännellyn arvopaperimarkkinan toimintaa. Mielestäni tämä on ymmärrettävää arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn kokonaisuuden kannalta, mutta joissakin tapauksissa ongelmallista sijoittajan- ja kuluttajansuojan näkökulmasta. Näkemykseni mukaan lainsäätäjä ei ole kuitenkaan tarkoituksellisesti halunnut asettaa sijoittajansuojan tasoa riippuvaiseksi joukkorahoituksen järjestämistavasta. Kyse on ennemminkin joukkorahoituslain soveltamisalan rajaamista koskevasta valinnasta ja sen perusteista. Joukkorahoituslain valmistelussa ei ole kiinnitetty riittävästi huomiota sen säännösten ja KSL 6 a luvun säännösten suhteeseen ja joukkorahoituslain soveltamisalan rajaaminen on tehty sen sääntelyn

pääasiallisen kohteen, joukkorahoituksen välittäjän, näkökulmasta.<sup>231</sup> Myöskään KSL 6 a luvun säännöksiä lainvalmistelussa ei kiinnitetty riittävästi huomiota elinkeinonharjoittajan omien osakkeiden tarjoamiseen kuluttajille, koska joukkorahoitus ei vielä tuolloin ollut yleisesti käytössä yritystoiminnan rahoituskanavana.<sup>232</sup>

Joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuuden sisällön yhtenäistämiseksi tulisi näkemykseni mukaan keskittyä tarkastelemaan KSL 6 a luvun ja VM:n joukkorahoitusasetuksen säännösten sisältöä sekä VM:n joukkorahoitusasetuksen soveltamisalaa. De lege ferenda säännösten sisällön yhtenäistämiseksi KSL 6 a luvun säännöksiä olisi syytä tarkentaa tai VM:n joukkorahoitusasetuksen säännöksiä lieventää taikka VM:n joukkorahoitusasetuksen soveltamisalaa laajentaa koskemaan myös itsenäisesti ilman välittäjää toteutettavaa sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen hakemista.

EU esiteasetuksen myötä arvopaperimarkkinalain esitesääntely tulee muuttumaan merkittävästi ja esiteasetus aiheuttaa muutoksia myös joukkorahoituslakiin.<sup>233</sup> Näkemykseni mukaan joukkorahoituksen saajaa koskevien tiedonantovelvollisuussäännösten yhtenäistämistarpeiden arviointi ja mahdolliset muutokset voitaisiin tehdä tulevien muiden esitevelvollisuutta ja ennakkotietojen antamista koskevien lakimuutosten yhteydessä. Yksi toteuttamisvaihtoehto joukkorahoituksen ennakkotietoja koskevan tiedonantovelvollisuuden yhtenäistämiseksi olisi lisätä KSL 6 a luvun 5 pykälään uutena momenttina säännös, jonka perusteella VM:n joukkorahoitusasetuksen säännökset perustietoasiakirjasta tulisivat sovellettavaksi kuluttajansuojalain perusteella elinkeinonharjoittajan tarjotessa itsenäisesti kuluttajille rahoitusvälineitä oman elinkeinotoimintansa rahoittamiseksi. Myös joukkorahoituslain 1 pykälään olisi tarpeellista lisätä uutena momenttina informatiivinen säännös, jonka mukaan joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuudesta säädetään lisäksi kuluttajansuojalain 6 a luvussa, jos laina-

---

<sup>231</sup> Joukkorahoituslain esitöissä suhdetta kuluttajansuojalakiin on käsitelty lähinnä KSL 7 luvun säännösten näkökulmasta. KSL 6 a luvusta ei löydy mainintaa.

<sup>232</sup> KSL 6 a luku tuli voimaan huhtikuussa 2005 hallituksen esityksen HE 122/2004 vp mukaisena.

<sup>233</sup> Joukkorahoitusta koskevia esiteasetukseen liittyviä kysymyksiä tarkastellaan lainvalmistelussa arvopaperimarkkinalain muutosta koskevan lausuntokierroksen jälkeen. Valtiovarainministeriön lausuntopyynnön liite 24.07.2017, s. 26.



tai sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa tarjotaan ja välitetään arvopapereita tai muita kuin arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettua arvopapereita kuluttajille etämyyntinä etätarjontamenetelmän avulla. Toinen toteuttamisvaihtoehto de lege ferenda joukkorahoituksen ennakkotietoja koskevan tiedonantovelvollisuuden yhtenäistämiseksi olisi sisällyttää sekä joukkorahoituslakiin että KSL 6 a lukuun Finanssivalvonnan määräystenantovaltuus joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuudesta sijoittajille ja korvata nykyinen sääntely Finanssivalvonnan määräyksillä samaan tapaan kuin tulevassa arvopaperimarkkinalain uudistuksessa on tarkoitus korvata kansallista esitettä koskeva sääntely.<sup>234</sup>

---

<sup>234</sup> Valtiovarainministeriön lausuntopyynnön liite 24.07.2017, s. 16.

## **6 SEURAUKSET TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN LAIMINLYÖNNISTÄ**

### **6.1 Seurausten ryhmittely ja perusteet**

Yleisöannin tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnin seuraukset voidaan jakaa siviilioikeudellisiin, hallinnollisiin ja rikosoikeudellisiin seuraamuksiin.<sup>235</sup> Seuraamukset perustuvat nimenomaisiin lainsäännöksiin tai sopimusehtoihin ja niiden perusteet voidaan jakaa tiedonantovelvollisuutta koskevien säännösten tavoin sopimusoikeudellisiin ja arvopaperimarkkinaoikeudellisiin perusteisiin.<sup>236</sup>

Seuraamuksien lisäksi tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnillä on merkitystä myös sopimustilanteen kannalta siten, että seurauksena voi olla tahdonilmaisun pätemättömyys ja sopimuksen syntymättä jääminen tai sen syntyminen toisen sisältöisenä, osapuolten velvoitteiden sovittelu tai sopimuksen kohteen virheellisyys.<sup>237</sup> Kauppalain ja kuluttajansuojalain sopimuksen sisältöä ja tulkintaa koskevat säännökset ovat olennaisia sopimusoikeudellisten seurausten määräytymisen kannalta, mutta tiedonantovelvollisuutta ja sen laiminlyöntiä tarkasteltaessa on otettava osaltaan huomioon arvopaperioikeudellisen tiedonantovelvollisuuden asettamat vaatimukset.<sup>238</sup>

### **6.2 Kaupan purku ja sopimuksen pätemättömyys**

Kauppalain ja kuluttajansuojalain säännösten sekä sopimusoikeuden yleisten oppien mukaan sopijakumppanille on annettava riittävät tiedot kaupan kohteesta. Tiedonantovelvollisuuden laiminlyönti on sopimusrikkomus, jonka seuraamukset määräytyvät kauppalaissa virhevastuusäännösten kautta.<sup>239</sup> Kauppalain 37 §:n

---

<sup>235</sup> Astola on jakanut seuraamukset rikosoikeudellisiin, siviilioikeudellisiin ja itsesääntelyseuraamuksiin, mutta silloisella valvontaviranomaisella pankkitarkastusvirastolla ei ollut toimivaltaa määrätä hallinnollisia seuraamuksia. Ks. Astola 1990, s. 215-225 ja laki pankkitarkastusvirastosta (1273/1990, kumottu).

<sup>236</sup> Ks. kappale 3.3 Tiedonantovelvollisuuden sääntely-ympäristö, s. 26.

<sup>237</sup> Kaisto 2015, s. 313.

<sup>238</sup> Rudanko 1998, s. 243.

<sup>239</sup> KSL 5 luvun vastaavia säännöksiä ei sovelleta arvopapereiden kauppaan. HE 360/1992 vp, s.47.

mukaan ostaja voi purkaa kaupan KL 39 §:n mukaisesti, mikäli virheen korjaaminen tai uusi toimitus tule kysymykseen. KL 39 § asettaa kaupan purun edellytykseksi sen, että sopimusrikkomuksella on ostajalle olennainen merkitys ja myyjä käsitti tämän tai hänen olisi pitänyt se käsittää. Osakemerkinnän tapauksessa tiedonantovirheen korjaaminen tai uusi merkintä eivät tule kysymykseen, mutta myös kaupan purku voi olla ongelmallisempi kuin normaalissa irtainta koskevassa kaupassa. KL 39 §:n vaatimukset rikkomuksen olennaisesta merkityksestä ja myyjän tietoisuudesta voidaan ottaa kuitenkin huomioon muiden seuraamusten määräytymistä arvioitaessa.

Tiedonantovelvollisuuden olennainen rikkominen voi johtaa myös sopimuksen pätemättömyyteen oikeustoimilain perusteella. Erityisesti totuudenvastaisien tai harhaanjohtavien tietojen antaminen voi aiheuttaa osakemerkinnän pätemättömyyden OikTL 33 §:n perusteella, mikäli liikkeeseenlaskijan vetoamista merkintään voidaan tiedonantovirheen vuoksi pitää kunnianvastaisena ja arvottomana.<sup>240</sup> Lisäksi tiedonantovelvollisuuden rikkominen voidaan katsoa petolliseksi viettelyksi, mistä johtuen sopimus voidaan katsoa pätemättömäksi myös OikTL 30 §:n perusteella.<sup>241</sup> Helsingin hovioikeuden tuomiossa 23.4.2002 eli niin sanotussa Kansallisanti -tapauksessa vedottiin osakemerkintään liittyneeseen tiedonantovirheeseen sekä petollisena viettelynä että kunnianvastaisena ja arvottomana menettelynä, mutta hovioikeus katsoi, ettei pankin oltu näytetty menetelleen merkitsijöitä kohtaan OikTL 30 ja 33 §:ssä tarkoitettulla tavalla.

### 6.3 Vahingonkorvaus

Vahingonkorvausvelvollisuus on konkreettinen sopimusrikkomuksesta aiheutuva siviilioikeudellinen seuraamus. KL 40 §:n mukaan ostajalla on oikeus korvaukseen vahingosta, jonka hän kärsii tavaran virheen vuoksi. KL 40.2 §:n mukaan korvattavaksi eivät kuitenkaan tule välilliset vahingot. KL 40.3 §:n mukaan ostajalla on aina oikeus korvaukseen, jos virhe tai vahinko johtuu huolimattomuudesta myyjän puolella tai jos tavara kaupantekohetkellä poikkesi siitä, mihin myyjä on erityisesti sitoutunut.

---

<sup>240</sup> Astola 1990, s. 234. Tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnistä kunnianvastaisena ja arvottomana menettelynä esim. KKO 1985-II-58, KKO 1936-II-503 ja Vaasan HO 17.04.2013.

<sup>241</sup> Makkula 2002, s. 41. Ks. myös Rudanko 1998, s. 266-268.

Kauppalain vahingonkorvaussääntöjen lisäksi yleisöannin tiedonantovelvollisuuden rikkomisella aiheutettu vahinko voi tulla korvattavaksi arvopaperimarkkinalain tai joukkorahoituslain säännösten perusteella. AML 16:1:n mukaan arvopaperimarkkinalain säännösten tai sen nojalla annettujen säännösten tai määräysten vastaisella menettelyllä toiselle aiheutettu vahinko on korvattava, mikäli kyse on tahallisuudesta tai huolimattomuudesta. Joukkorahoituslain 16 § sisältää samanlaisen vahingonkorvausvelvollisuuden joukkorahoituslain säännösten tai sen nojalla annettujen säännösten vastaisella menettelyllä aiheutetusta vahingosta.

Osakemerkintään liittyvän tiedonantovirheen aiheuttamaan vahingonkorvausvastuuta käsiteltiin edellä mainitussa Kansallisanti -tapauksessa, jossa kynnys katsoa markkinointi harhaanjohtavaksi asetettiin melko korkealle.<sup>242</sup> Norroksen mukaan tuomio ei kuitenkaan enää vastaa nykyistä tulkintatapaa.<sup>243</sup>

#### **6.4 Hallinnolliset seuraamukset**

Arvopaperimarkkinaoikeudellisia Finanssivalvonnan käytössä olevia hallinnollisia seuraamuksia ovat rikemaksu, julkinen huomautus, julkinen varoitus ja seuraamusmaksu.<sup>244</sup> AML 1:6:n mukaan arvopaperimarkkinalain nojalla annettujen säännösten ja määräysten noudattamista valvoo Finanssivalvonta ja AML 15:2:n perusteella Finanssivalvonta voi määrätä seuraamusmaksun totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamisesta ja riittävien tietojen tasapuolisen saatavilla pitämisen laiminlyönnistä. Lisäksi yleisöantina toteutettavan joukkorahoituksen tiedonantovelvollisuuden rikkominen voi johtaa Finanssivalvonnan määräämiin hallinnollisiin seuraamuksiin joukkorahoituslain perusteella. Joukkorahoituslain 15.2 §:n 3 kohdan perusteella joukkorahoituslain 11 §:n mukaisen tiedonantovelvollisuuden tai VM:n joukkorahoitusasetuksen säännösten rikkominen tai laiminlyönti voi johtaa seuraamusmaksuun.

---

<sup>242</sup> Helsingin HO 23.4.2002. Ks. Mähönen 2002, s. 9.

<sup>243</sup> Norros 2009, s. 101. Myös Sillanpää on kritisoinut Mähösen tulkintaa. Ks. Sillanpää 2007, s. 330.

<sup>244</sup> HE 32/2012 vp, s. 69.

Käytännössä Finanssivalvonnan määräämät hallinnolliset seuraamukset ovat pääasiassa rikemaksuja ja julkisia huomautuksia. Vuosina 2002-2010 Finanssivalvonta antoi vain yhden julkisen varoituksen eikä yhtään seuraamusmaksua.<sup>245</sup> Käytäntö on kuitenkin ilmeisesti kiristymässä, koska vuosina 2014-2017 Finanssivalvonta on määrännyt ainakin kahdeksalle yhtiölle seuraamusmaksuja. Vuoden 2017 maaliskuussa Finanssivalvonta antoi julkiset varoitukset ja määräsi neljälle sijoituspalveluja tarjoavalle yhtiölle seuraamusmaksut, joista suurin oli määrältään miljoona euroa.<sup>246</sup>

Varsinaisten hallinnollisten seuraamuksien määräämisen lisäksi Finanssivalvonta voi puuttua tiedonantovelvollisuuden laiminlyönteihin AML 17:2:n mukaisella kiellolla tai oikaisuvelvoitteella, joiden noudattamista voidaan tehostaa AML 17:3:n mukaisella uhkasakolla. Myös kuluttaja-asiamies voi puuttua tiedonantovelvollisuuden laiminlyönteihin KSL 2:16:n mukaisella kiellolla KSL 2:17.2:n perusteella.

## **6.5 Rikosoikeudelliset seuraamukset**

Tiedonantovelvollisuuden laiminlyönti voi johtaa myös rikosoikeudellisiin seuraamuksiin. Rikoslain 51 luvussa on säädetty arvopaperimarkkinarikoksista ja kyse on tiettyjen arvopaperimarkkinalain säännösten rikkomisen kriminalisoinnista. RL 51:5:n mukainen arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos tarkoittaa tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta tehtyä totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon antamista tai arvopaperin arvoon olennaisen vaikuttavan tiedon antamisen laiminlyöntiä. Rangaistus arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta on sakkoa tai vankeutta enintään kaksi vuotta.

Suomessa korkein oikeus on antanut ainakin kaksi ennakkoratkaisua koskien arvopaperimarkkinoita koskevaa tiedottamisrikosta. Tapauksessa KKO 2009:1 TJ Group Oyj:n toimitusjohtajana ja hallituksen jäsenenä toimineet henkilöt tuomittiin molemmat osakeannin yhteydessä tehdystä törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä ja kolmesta arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta vankeuteen

---

<sup>245</sup> HE 32/2012 vp, s. 48.

<sup>246</sup> Finanssivalvonnan Lehdistötiedote 8.3.2017 – 3/2017.

kahdeksi vuodeksi ja neljäksi kuukaudeksi. Tuomitut olivat toimineet suunnitelmallisesti ja hyötymistarkoituksessa arvopaperimarkkinalain säännöksistä piittaamatta. Tapauksessa KKO 2013:53 pörssiyhtiön toimitusjohtajana toiminut henkilö tuomittiin sakkoon arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta sillä perusteella, että hän oli törkeästi huolimattomuudesta jättänyt antamatta jatkuvan tiedonantovelvollisuuden mukaisesti yhtiön arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavan tiedon. Kyse oli tulosvaroituksen antamisen viivyttelystä.

Rikoslain 30 luku säätelee elinkeinorikoksia ja sen ensimmäinen pykälä markkinointirikosta, jolla on kriminalisoitu KSL 2:6:n rikkominen. RL 30:1:n mukaiseen markkinointirikokseen syyllistyy se, joka tavaroiden, palveluksien, kiinteistöjen, yksityisen osakeyhtiön arvopapereiden tai muiden hyödykkeiden ammattimaisessa markkinoinnissa antaa markkinoinnin kohderyhmän kannalta merkityksellisiä totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Rangaistus markkinointia koskevasta markkinointirikoksesta on sakkoa tai vankeutta enintään yksi vuotta. Säännös sisältää niemenomaisen maininnan sen soveltamisesta yksityisen osakeyhtiön arvopapereiden markkinointiin, koska lakimuutoksessa haluttiin selkeyttää RL 30 luvun ja RL 50 luvun säännösten soveltamisalaa.<sup>247</sup>

Korkein oikeus on antanut ainakin yhden ennakkoratkaisun koskien markkinointirikosta. Tapauksessa KKO 2003:88 oli kuitenkin kyse pääasiassa tekijänoikeusrikoksesta, väärennysistä ja petoksista, joiden ohella tekijä syyllistyi markkinointirikokseen antaessaan kohderyhmän kannalta merkityksellisiä, totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja.

Tiedonantovelvollisuuden rikkominen voidaan ajatella täyttävän joissakin tapauksissa myös rikoslain 36 luvun 1 §:n mukaisen petoksen tunnusmerkistön. Mikäli joukkorahoituksen saaja tarkoituksellisesti totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja antamalla erehdyttää sijoittajaa tekemään taloudellista vahinkoa aiheuttavan sijoituspäätöksen, voidaan kyseessä katsoa olevan taloudellista hyödyn tavoittelutarkoituksessa tehty petos. Rangaistus petoksesta on sakkoa tai vankeutta enintään kaksi vuotta.

---

<sup>247</sup> Säännöksen muuttamisen aikana voimassa ollutta arvopaperimarkkinalakia ei sovellettu yksityisen osakeyhtiön arvopaperiin. Ks. HE 254/1998 vp.

## 7 JOHTOPÄÄTÖKSET

Joukkorahoitus on nopeasti kasvava yritysrahoituksen muoto, jolle ei ole täysin vakiintunutta määritelmää eikä vakiintuneita toimintatapoja ja -muotoja. Uusien ilmiöiden oikeudellisessa sääntelyssä on tyypillistä, että lainsäädäntöprosessin hitaudesta johtuen lainsäädäntö valmistuu vasta vuosia ilmiön alkamisen jälkeen ja lainsäädäntöä joudutaan usein muuttamaan vielä sen valmistumisen jälkeenkin. Näin voidaan katsoa tapahtuneen myös joukkorahoituksen tapauksessa. Ennen joukkorahoituslain voimaantuloa laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen sääntely tapahtui olemassa olleen rahoitusmarkkinalainsäädännön ja valvovan viranomaisen eli Finanssivalvonnan linjausten perusteella. Joukkorahoituslain tarkoituksena oli selkeyttää sääntelyä saattamalla elinkeinotoiminnan rahoittamiseksi kerättävän joukkorahoituksen välittäminen lailla säännellyksi toiminnaksi. Joukkorahoituksen monimuotoisuudesta johtuen joukkorahoituslaki ei kuitenkaan tule sovellettavaksi edes kaikessa elinkeinotoiminnan rahoittamiseksi kerättävässä joukkorahoituksessa. Yksi tällainen joukkorahoituksen järjestämismuoto on yksityisen osakeyhtiön yleisöantina toteutettu joukkorahoituskampanja.

Sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa informaation epäsymmetria rahoituksen hakijan ja sijoittajan välillä on tyypillisesti hyvin merkittävä. Rahoitusta hakevalla on hallussaan paljon sellaista tietoa, joka vaikuttaa yhtiön arvoon ja tulevaisuuden mahdollisuuksiin. Sijoittajalle sijoituskohteeseen liittyvällä informaatiolla sekä sen saatavuudella ja oikeellisuudella on olennainen merkitys päätöksenteon tukena ja hinnanmäärittämisessä. Informaation epäsymmetrian, riittävien tietojen puuttuminen sijoittajalta, muodostaa korostuneen riskin sijoittajille erityisesti sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa. Siksi sijoittajansuojan ja joukkorahoitusmarkkinoiden toimivuuden näkökulmasta on hyvin perusteltua, että joukkorahoituksen saajalle on asetettu tiedonantovelvollisuuksia informaation epäsymmetriasta aiheutuvien ongelmien vähentämiseksi ja sijoittajansuojan parantamiseksi.

Olen tässä tutkimuksessa selvittänyt tiedonantovelvollisuuden sisältöä yksityisen osakeyhtiön järjestämässä yleisöannissa. Rajasin tutkimukseni koskemaan yleisöantina toteutettuun joukkorahoitukseen liittyvää rahoituksen saajan tiedonantovelvollisuutta. Joukkorahoituksen vakiintuneen ja yleispätevän määritelmän

puuttuessa esitin joukkorahoituksen määritelmäksi toiminnan, jossa kerätään rahoitusta tiettyyn määriteltyyn tarkoitukseen tarjoamalla osallistumismahdollisuutta suhteellisen suurelle joukolle toimijoita. Tiedonantovelvollisuuden systematisoimiseksi jaottelin tiedonantovelvollisuussäännökset niiden tarkoituksen perusteella arvopaperimarkkinaoikeudellisiin ja sopimusoikeudellisiin tiedonantovelvollisuussäännöksiin. Tärkeimpänä tutkimustehtävänäni selvitin yleisöannin järjestämistavan vaikutusta sovellettavaksi tulevan lainsäädännön määräytymiseen ja eri tilanteissa sovellettavaksi tulevien tiedonantovelvollisuussäännösten sisällön eroavaisuudet.

Yleisoantina toteutettavassa joukkorahoituksessa joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuudesta säädetään joukkorahoituslain, arvopaperimarkkinalain tai kuluttajansuojalain säännöksissä. Lisäksi voidaan soveltaa kauppalain säännöksiä myyjän virhevastuusta tiedonantovirheen tapauksessa. Se, mitkä säännökset tulevat sovellettavaksi, riippuu siitä, käytetäänkö joukkorahoituksen hakemiseen joukkorahoituksen välittäjää ja onko yhtiön yhtiöjärjestyksessä osakkeita koskeva lunastus- tai suostumuslauseke. Joukkorahoituslaki tulee sovellettavaksi vain joukkorahoituksen välittäjää käytettäessä. Arvopaperimarkkinalain soveltumisen edellytyksenä on puolestaan arvopaperin siirtokelpoisuus. Siten joukkorahoituksen saajalla on mahdollisuus joukkorahoituksen järjestämistavan valinnalla vaikuttaa siihen, mitkä säädökset ja säännökset tulevat sovellettavaksi. Tällaista ”lainvalintaa” voidaan pitää ongelmallisena sijoittajansuojan näkökulmasta.

Tutkimukseni tuloksena esitän, että joukkorahoituslain, arvopaperimarkkinalain ja kuluttajansuojalain tiedonantovelvollisuussäännöksiin sisällöissä on eroavaisuuksia, joilla on käytännössäkin merkitystä joukkorahoituksen saajalle. Eroavaisuuksilla on merkitystä myös sijoittajansuojan näkökulmasta. Tiedonantovelvollisuuksien eroavaisuuksien havainnollistamiseksi ryhmittelin säännökset viiteen ryhmään. Kauppalain säännösten mukainen tiedonantovelvollisuus poikkeaa muiden säädösten säännösten mukaisesta tiedonantovelvollisuudesta merkittävästi kaikin puolin, mutta eroavaisuuksilla ei ole käytännössä suurta merkitystä joukkorahoituksessa, koska sovellettavaksi tulevat aina ensisijaisesti joukkorahoituslain, arvopaperimarkkinalain tai kuluttajansuojalain säännökset. Sen sijaan joukkorahoituslain, arvopaperimarkkinalain ja kuluttajansuojalain säännökset ovat käytännössä varsin yhteneväisiä hyvän tavan vastaisen ja sopimattoman menettelyn sekä



totuudenvastaisien tai harhaanjohtavien tietojen antamisen kieltävien säännösten sisällön suhteen. Arvopaperimarkkinalain ja kuluttajansuojalain osalta myös olennaisten tietojen antamista koskevien säännösten sisällöt ovat lähellä toisiaan.

Merkittävimmät eroavaisuudet joukkorahoituslain, arvopaperimarkkinalain ja kuluttajansuojalain välillä löytyvät rahoituksen saajaa ja tarjouta koskevien ennakkotietojen antamiseen velvoittavien säännösten sisällöstä. Ennakkotiedoissa on kyse esitteen tai perustietoasiakirjan sisältämistä olennaisista ja riittävästä tiedoista, jotka ovat sijoittajalle tarpeellisia perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi. Esitin kolme eri tilannetta, joissa yleisöantina toteutetun joukkorahoituksen järjestämistavasta johtuen sovellettavaksi tulevien säännösten mukaiset ennakkotietojenantovelvollisuudet poikkeavat käytännössä toisistaan, vaikka sille ei ole sijoittajansuojan kannalta selviä perusteita. Sijoittajansuojan näkökulmasta on erikoista, että sijoituskohteeseen liittyvä tiedonantovelvollisuus on riippuvainen siitä, välittääkö sitä hyväksytty ammattimainen joukkorahoituksen välittäjä vai ei ja onko osake siirtokelpoinen vai ei, koska näillä seikoilla ei ole merkitystä sijoituskohteen arvonmäärityksen tai sijoitukseen liittyvien riskien kannalta. Käytännössä vaikutukselliset eroavaisuudet liittyvät tilanteisiin, jossa ennakkotietojen antamisen osalta sovellettavaksi tulevat kuluttajansuojalain 6 a luvun säännökset eikä joukkorahoituksen saajalla ole velvollisuutta laatia ja pitää saatavilla esitettä tai perustietoasiakirjaa. Kuluttajansuojalain 6 a luvun määrittelemä ennakkotietojenantovelvollisuus on selvästi arvopaperimarkkinalain ja joukkorahoituslain säännösten mukaista vastaavaa tiedonantovelvollisuutta suppeampi. Siten eroavaisuudella on merkitystä myös sijoittajan- ja kuluttajansuojan näkökulmasta.

Tutkimukseni johtopäätöksenä olen päätenyt siihen, että sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen liittyvää tiedonantovelvollisuutta olisi syytä yhtenäistää siten, ettei elinkeinonharjoittajan itsenäisesti järjestämään joukkorahoitukseen liittyvä tiedonantovelvollisuus poikkeaisi merkittävästi joukkorahoituslain säännösten mukaisesta tiedonantovelvollisuudesta. Esitin kaksi toteuttamisvaihtoehtoa lainsäädäntömuutoksiksi tiedonantovelvollisuuksien yhtenäistämiseksi. Molemmissa toteuttamisvaihtoehdoissa muutokset kohdistuvat kuluttajansuojalain 6 a luvun ja joukkorahoituslain säännöksiin. Koska joukkorahoituslakiin ja arvopaperimarkkinalakiin on EU:n esiteasetuksesta johtuen joka tapauksessa tulossa muutoksia

esitevelvollisuutta ja ennakkotietojen antamista koskevien säännösten osalta, esitin, että tiedonantovelvollisuussäännösten yhtenäistämistarpeiden arviointi ja mahdolliset muutokset joukkorahoituksen saajan tiedonantovelvollisuuden täsmentämiseksi voitaisiin tehdä tulevien muiden lakimuutosten yhteydessä.